谁是金融危机中最大的赢家？

谁是高盛欺诈门背后真正的推手？

净赚150亿美元，年收入40亿美元，

看约翰·保尔森如何登上“对冲基金之王”的宝座？

史上最伟大的交易

《华尔街日报》资深专栏作家

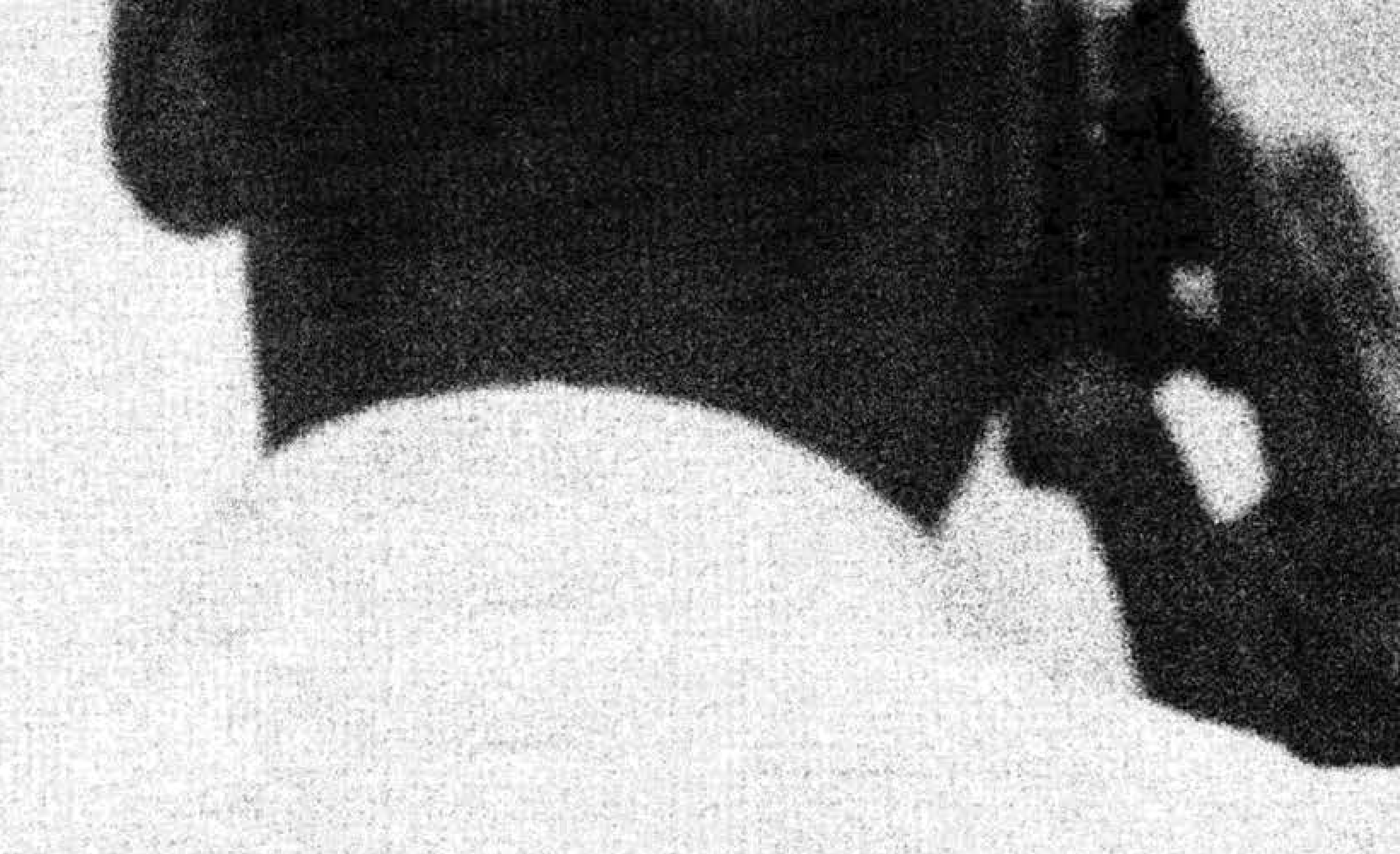
［美］格里高利·祖克曼（Gregory Zuckerman）著

施轶 译

THE GREATEST TRADE EVER

The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History





史上最伟大的交易

[美] 格里高利·祖克曼（Gregory Zuckerman）著
施轶 译

THE GREATEST TRADE EVER

The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History

中国人民大学出版社
·北京·

图书在版编目（CIP）数据

史上最伟大的交易 /（美）祖克曼著；施轶译.
北京：中国人民大学出版社，2010
ISBN 978-7-300-12180-2

Ⅰ.史…
Ⅱ.①祖… ②施…
Ⅲ.投资银行-企业管理-经验-美国
Ⅳ.F837.123
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 099397 号

史上最伟大的交易
[美]格里高利·祖克曼 著
施 轶 译
Shishang Zuiweida de Jiaoyi

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街31号	**邮政编码**	100080
电 话	010-62511242（总编室）		010-62511398（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网 址	http:// www. crup. com. cn		
	http:// www. ttrnet. com（人大教研网）		
经 销	新华书店		
印 刷	北京京北印刷有限公司		
规 格	170 mm × 230 mm 16 开本	**版 次**	2010 年 7 月第 1 版
印 张	18.25 插页 2	**印 次**	2010 年 7 月第 1 次印刷
字 数	275 000	**定 价**	49.80 元

The Greatest Trade Ever

前言

故事的开头非常耐人寻味。2007年秋，金融市场崩溃，华尔街公司损失惨重，仿佛是要在这残酷的几个月里把十年来赚取的利润全部吐出[①]。当我坐在《华尔街日报》办公室细数这一番苦痛时，一位顶级对冲基金经理打来电话，极力称赞一位名叫约翰·保尔森的投资客——他不知用了什么手段，赚到了巨额利润。电话另一端的语气中充满了嫉妒，当然也不乏尊重，他有一句话勾起了我的兴趣："保尔森甚至都不是搞房产的，也不是搞抵押贷款的……这次交易之前他还真是业绩很一般，没什么特别的。"、

茶余饭后，人们谈论道，有几个不知名的投资客看到些许此次房地产市场崩溃的迹象，买了些不太有名的衍生证券，现在可是赚得盆满钵满。但是具体细节就不清楚了，向我提供消息的人们现在在公司里是忙得不亦乐乎，而且为了保住饭碗也不便多言。我从整理最近血淋淋的银行业溃败新闻稿的忙碌中抽出一点时间，慢慢拼凑保尔森这场交易的细节。剖析保尔森的行为，似乎同分析几家金融巨擘无休止的错误一样，会让人受益匪浅。

一天傍晚，乘公共汽车路过新泽西州纽瓦克和东奥兰治颠簸的街道时，我

① 其实2008年的金融市场崩溃更为严重，2007年只是房地产次贷危机刚刚爆发而已。——译者注

算了一小笔账。保尔森可不仅仅是成功——他出手高明，做成了有记录在案的最伟大的交易，而他只是房产领域中的一个圈外人——这可能吗？

了解保尔森，得知他所经历的艰辛越多，我就越发好奇，尤其是我发现他并非独树一帜——一群形色各异的无畏投资客，都不在华尔街老字号工作，但都紧紧跟在保尔森身后。他们担心货币宽松、金融欺诈的时代即将到来，投入数十亿美元消灾。他们相信，大祸就要临头。

有的人得到了巨额利润，余生再也无需工作；有的人虽然最初领先于保尔森却在终点线上倒下，他们距离创造历史的利润，只有一步之遥。

保尔森利润之巨，让人感觉似乎不近现实，近乎梦幻。保尔森公司 2007 年盈利 150 亿美元，高过玻利维亚、洪都拉斯、巴拉圭这三个加起来人口超过 1 200 万的南美国家的 GDP 之和。他个人收入将近 40 亿美元，日收入逾 1 000 万美元，J. K. 罗琳、奥普拉·温弗瑞、泰格·伍兹的收入放在一起也不及他一人。2007 年年末，一位经纪人曾一度打电话提醒保尔森他手头上拥有一个 500 万美元的账户，现在看来这笔数目简直不值一提。2008 年到 2009 年初，保尔森成功完成了他手中交易的戏剧性转型，又给公司和客户带来了 50 亿美元的收益，自己也赚到 20 亿美元，让人们印象颇深。保尔森的这些动作，让自己和这次伟大的交易与华尔街交易神殿中的巴菲特、索罗斯、伯纳德·巴鲁克和杰西·利弗莫尔齐名，也让他跻身为世界上最富有的人之一，身价高居大导演史蒂芬·斯皮尔伯格、Facebook 创始人马克·扎克伯格和银行家大卫·洛克菲勒之上。

即便保尔森这些看跌的投资商也没有料到，危机会严重到引发房地产市场海啸，波及全球。2009 年年初，全球各大银行及其他公司损失近 3 万亿美元，而股市投资商损失近 30 万亿。由高风险住房按揭贷款引发的金融风暴，造成了大萧条后最严重的全球经济危机。2008 年 9 月，在经历了极度混乱的两周后，美国政府被迫接管两房和美国最大的保险商 AIG。看到在这场美国最严重的银行崩盘中，曾在华尔街上呼风唤雨的雷曼兄弟申请破产，伤痕累累的经纪巨人美林公司投入美国银行的怀抱，联邦监管部门抓住华盛顿互助银行，投资商们却无能为力。危机中，恐慌的投资商们甚至一度疯狂购买国债而不要任何回报，只为能够找到一个安全的港口存放自己的钱。

2009年年中，每10个美国人中就有一位出现按揭贷款拖欠或丧失赎回权的现象，创下了历史纪录；危机袭来，即便是著名节目主持人埃德·麦克马洪和拳王霍利菲尔德都难以保住房产。美国房价从2006年的高峰瞬间下滑30%，而在迈阿密、菲尼克斯和拉斯维加斯等城市中，房地产价格甚至下降40%。数百万人失去了温暖的家，30%的美国业主房贷都已经超过了房产价值，创下75年来的新高。

在金融大地震中，约翰·保尔森和一些不被看好的投资客却从废墟中脱颖而出，在华尔街和金融领域的惨败中获得重生。

但是，这些名不见经传的投资客们，是怎样预测了一次专家未曾发觉的危机呢？为什么做成史上最伟大交易的是约翰·保尔森这位房地产领域的业余人士，而非著名按揭、债券或者房产专家，为什么不是比尔·格罗斯或者迈克·弗兰诺斯（Mike Vranos）？甚至前高盛一把手、财政部部长亨利·保尔森都没有预见华尔街的问题所在，那约翰·保尔森又是如何发现的呢？就连巴菲特都没有注意到这笔交易，而索罗斯也需要从保尔森那儿取经。

投行和金融专家是真的相信房市的攀升不可能遭到逆转，还是他们因为其他的原因没有注意到、继续滋生了泡沫？银行家们创造了那些可以摧毁金融体系的有毒按揭，却反遭其害，这又是为什么呢？

写作本书时，我对本次交易的当事人进行了近200个小时的采访，希望能够回答上述问题，或许能为未来的金融狂潮提供一些教训，引发人们的思考。

The Greatest Trade Ever

序章

约翰·保尔森的生活，让许多心怀抱负的男人羡慕不已。年至49岁，为投资商管理资金20亿美元，自己名下也有1亿美元资产。他的办公室位于曼哈顿中区57号大街和麦迪逊大道交叉处一座漂亮的写字楼内，屋内挂着数十幅亚历山大·考尔德的水彩画。妻子珍妮是一位美丽的棕发女人，两人生活在纽约流行前沿上东区的豪华公寓里，还在汉普顿拥有一座价值数百万美元的沿海别墅，常常流连于保尔森举行社交活动的奢华之地。保尔森本人穿着整洁，体格健美，深色短发，有些谢顶，论相貌并不出众。但是他暖褐色的眼睛和狡黠的笑容看起来非常平易近人，甚至友好。他的脸上还没有皱纹泛起，看起来比实际年轻好几岁。

保尔森的办公室在一个角落里，透过窗户，可以看见中央公园和沃尔曼溜冰场的美妙景象。而这个早晨，保尔森却没有注意窗外的绚丽，他坐在办公桌前，看着电脑屏幕上闪过的一串串数字，露出诡异的微笑。

“这简直是疯了。”分析师保罗·佩莱格里尼刚刚走进办公室，保尔森就这样对他说。

2005年，春天已经接近尾声。经济发展势如破竹，房产金融市场欣欣向荣，对冲基金的时代正全速驶来。但是保尔森却不太理解这样的市场状况，而

且这时候也没赚到多少钱，最起码跟竞争对手相比是如此。保尔森的身影被淹没在一群年轻得多的对冲基金经理中间，他们仅用了几年的时间就聚集起大笔财富——也在大手大脚地挥霍着手中的金钱。

保尔森知道，自己并不是这个圈子中的一员。他是位保守的投资商，谨慎小心，毫不引人注目。但是在这个投资商随大流，交易员将对手投资收益烂熟于心的世界中，这样的定位几乎可以被视为一种侮辱。

即便是保尔森长期深入研究的投资风格也显得老土，最吃香的交易员们都是用高性能计算机模型来决定自己的行动。纽约证交所的你来我往中，他们扮演了重要角色，在华尔街的财富中也占据着越来越重的分量。其他敢于冒险的对冲基金经理，则是通过大笔借贷进行风险投资，抑或从上市公司中攫取大笔份额，逼迫主管们做出行动，造成股价飙升。保尔森躬亲试验的法子，早就被看成老古董了。

朋友们曾觉得，保尔森一定会成为华尔街的领军人物。他在纽约皇后区一个中产阶级家庭长大，祖父是一位商人，大萧条中损失惨重，保尔森耳濡目染，小小年纪就学会了观察金融世界。在纽约大学，在哈佛商学院，保尔森的毕业成绩都在班里名列前茅。而后，他又从世界顶级投资商和银行家手下学到了不少经验，1994 年成立了自己的对冲基金。他善于思考，天资聪明，擅长投资合并，在一个保守投资的世界中，大家都觉得他最有可能出成绩。

保尔森说话低声低语，跟客户见面时，握手无力，举止矜持，有时让他们大吃一惊。金融的世界中，不乏信口开河的经理，而保尔森可以用最平实的语言描述他的策略，让别人都不太相信是否合乎规则，甚至是否太过简单。年轻的对冲基金交易员们不再西装革履，投资收益的飙升使他们的地位愈发重要，因而信心满满。而保尔森呢，仍旧是那一身古板的行头。

其实，他也曾纵情于花天酒地。已入不惑之年的保尔森仍是钻石王老五，被朋友们昵称为 J. P.，一度和许多华尔街上的其他人一样，沉溺于模特的魅力和美貌，但不一样的是，他追女人也像投资，采用保守策略。保尔森善良和蔼、魅力四射、聪明诙谐、风度翩翩，姑娘们自然投怀送抱。

2000 年，保尔森却厌倦了这样的放纵。44 岁时，他跟罗马尼亚籍助手结

成连理。安静的家庭生活开始了，保尔森不再跟朋友们酒池肉林，周末的时候，就陪着两个女儿一起玩耍。

2005年，保尔森在华尔街的职业生涯已算进入暮年。但他仍旧没有退休，他想做一笔大生意，证明自己的价值。当时房价已经连续飙升4年，买房人也把房价炒到前所未闻的水平。鸡尾酒会，足球比赛，甚至家庭烧烤，大家都会聊起房地产。花旗、AIG、新世纪和贝尔斯登这样的金融巨擘收益不菲，经济呼啸前进。每个人似乎都在稳当当地赚着快钱——除了保尔森。

许多人都觉得保尔森跟这个时代格格不入。就在几个月前，在南安普顿的一次派对上，一位打扮抢眼的德国投资商还对保尔森冷嘲热讽，说他合并投资效果不佳，还坚决不投资房市。保尔森的朋友杰弗里·格林在洛杉矶囤积了不少优质房产，价值逾5亿美元；迈克·泰森、奥利弗·斯通和帕里斯·希尔顿，这些家喻户晓的名流都与格林交情不浅。

但在市场平静的外表下，命运却悄无声息地转了个轮回。一场金融风暴即将震动世界。保尔森觉得自己听到了远处的风暴的前兆，而对冲基金的英雄们、疯狂的业主们，却毫无察觉。

保尔森放弃了基金高风险的投资，开始卖空汽车供应商、金融公司，以及一切萧条时期可能走下坡路的机构。他还购买了一些价格低廉的保险，以防不测。但是经济却愈发繁荣，保尔森公司也经历了沿革史中最艰难的一段时光。

甚至保尔森认为马上就要崩盘的德尔菲债券也在几天内飙升50%，这家汽车供应商当时已经破产。

“这个市场就像个赌场。”他异常愤怒地对公司的一位交易员说。

他问佩莱格里尼和其他分析员：“我们可以在这儿做空什么泡沫吗？”

保罗·佩莱格里尼感到压力越来越大。一年前，这位高大帅气的意大利分析师打电话给保尔森，告诉他自己在找工作。佩莱格里尼虽然友善机智，他的投资家生涯却是一个败笔，在其他事业中他也一事无成。他很幸运地进入了保尔森的对冲基金——公司正好有一位初级分析师去商学院进修，腾出了空缺职位。而作为老朋友的保尔森，也同意让他加入。

现在，仅比保尔森小一岁的佩莱格里尼却要同许多20出头的年轻人竞争，

他的年龄足以当他们的父亲。早期佩莱格里尼在公司不过就是打杂，而他也觉得在公司越来越无法施展自己的才华。他需要想想法子，保住自己的工作，让自己的事业出现质的飞跃。

他挑灯夜战分析房市数据，在小工作间中伏案研究，终于发现了房地产市场无法维持的证据。他告诉保尔森，市场很快就会出现麻烦。

读过这些证据后，保尔森马上被说服，认为佩莱格里尼的分析正确。现在的问题是，他们怎么才能从这样的发现中大赚一笔呢？困难重重。保尔森不是房市专家，也从来没有进行过房地产交易。就算分析真的正确，保尔森也明白，如果预测房市泡沫破裂过早，或者不能找到合适的方法，还是会全盘皆输。从20世纪30年代的杰西·利弗莫尔到90年代的朱利安·罗伯逊、索罗斯，多少投资大师，都因未能准确定位泡沫，损失惨重。

保尔森面临的挑战则更加险峻。直接卖空房市，根本没有可能。况且国内建立了完善的基础设施以支持房产市场，低成本借款人、房屋评估师、经纪人和银行家们都在努力地维持这个金钱笼头。全国范围内，房价从来没有在一段时间内持续下跌过。一些竞争对手们因为预测房市飘红的日子终结，已经输得遍体鳞伤。

保尔森不知道的是，已经有对手走在了他的前面，神不知鬼不觉大赚一笔的想法因为他们的存在备受威胁。约5 000公里外的加州圣何塞市，医师转业的对冲基金经理迈克尔·伯利正忙着趁房市崩溃，推出自己的大型交易，获取大笔盈利。在纽约，性急的交易员格雷格·李普曼马上也要开始做空，同时还告诉几百名保尔森的竞争者，怎样卖空房市。

专业人士们说，保尔森没有任何房市或次贷投资背景，他只能换道行之。但华尔街却低估了他。保尔森不是单打选手，他担心风险。其实他内心一直在等一笔完美交易，证明自己是最伟大的投资商之一。预测房市崩盘——以及其中所带来的一切——给了保尔森一个机会，让他冲出自己的圈子，赢得了应得的赞誉。这可能是他最后一次机会。他只是需要找到一种途径，将自己的交易推上舞台。

The Greatest Trade Ever

目录



The Greatest Trade Ever

第1章

寂寂无名的约翰·保尔森

对保尔森来说，这次讲座改变了他的命运，就好像第一次看到披头士一样，他了解了从大型投资中可能赚取的巨额利润。保尔森暗自计算，怀特黑德和鲁宾这些高盛合伙人当年也不过赚50万美元，但是跟KKR公司相比，就是小巫见大巫了。做一笔生意就赚1 700万美元，保尔森简直惊呆了。

风起云涌的对冲基金

2005年，华尔街的交易大厅和投资办公室里，放眼望去尽是欢歌载舞的人们，好似在享受着奢华的派对。某个角落中，对冲基金经理们吵闹喧天，他们精力格外充沛，有的身着得体西装，足蹬品牌皮鞋，其他的就略带醉态，把难看的灯罩套在了头上。

新千年中，对冲基金以超乎寻常的魅力和迅猛的发展速度引起了公众的关注。但实际上，早在1949年前后，对冲基金就已经出现。

生于澳大利亚的阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯是《财富》杂志的撰稿人，在为撰写一篇有关创新投资策略的文章收集材料时，他决定来一次亲身体验。距文章发表还剩几个月，琼斯和几个朋友已经有1万美元进账，他们又另外筹借了一些资金，创立起一个巨大的联合投资组织。

琼斯并非买下股票就束之高阁，而是任凭股市风云变幻，在买下某些股票的同时购入其他股票，努力“对冲”或者保护其投资组合。琼斯认为，如果市场出现不测，他做空的股票就能起到保护利润的作用，自己仍能盈利。打个比方，琼斯认为通用汽车前景光明，可能就买它100股，同时购买其竞争对手福特100看跌股，用来冲销。琼斯从经纪人那里借来股份出售，希望股价下跌，从而以更低的价格买下归还——这就是所谓“卖空”。以20美元的价格借入和卖出100股福特，即2 000美元。然后等福特跌到15美元，再

以 1 500 美元买下 100 股，将所借股票还给经纪人。剩下的 500 美元差价就是盈利。

通过借股和卖空，琼斯将两种投机工具结合，创造出本质更为保守的投资组合。他只和不到 100 名投资商做生意，而且仅接受富裕的客户，这样就无需在政府注册成为投资公司。所获盈利中，他向客户收取 20% 的佣金，这已经相当可观；而共同基金经理受法律所限，不太可能收取如此大比例的佣金。

对冲基金的概念日渐风行。几年过后，沃伦·巴菲特开办了一家对冲基金，却出于熊市渐近的考虑，于 1969 年停止营业。20 世纪 90 年代早期，包括乔治·索罗斯、迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）和朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）在内的一批大胆投资商获得了巨大盈利，其中 1992 年索罗斯做空英镑这一案例最为经典——他的量子对冲基金在其中盈利 10 亿美元。这些投资商同琼斯一样，只接受富裕客户，包括养老基金、人身保险、慈善基金和一些个人。因此基金可以避开各种法律要求限制，如不需要接受管理者的定期检查。对冲基金老板对自己的工作透露甚少，甚至对客户也是如此，因而在他们头上笼罩着一圈神秘的光环。

从 20 世纪末到千禧年初，传奇的对冲基金经理们都曾遭遇惨重损失，不过就好比名人堂中的棒球球员职业生涯晚期经常失手，即便"明星"也不能永远称霸市场。1998 年，大型对冲基金长期资本管理公司暴跌，短短几月即损失 9 成资产，对对冲基金行业打击不小，影响波及全球。90 年代末，市面上仅存 515 家对冲基金，管理资产不足 5 000 亿美元，相比传统投资公司手中的几万亿资产，只不过是九牛之一毛。

2000 年末，科技泡沫破灭，随即造成巨大破坏；此后，套牢股票债券组合的投资商们就开始普遍进行对冲基金投资，并对其日益重视。2000 年 3 月到 2002 年 10 月间，标准普尔 500 指数暴跌 38%，股市跳水，让投资商们心醉的科技股和网络股首当其冲。被视为科技股风向标的纳斯达克综合指数跌落了整整 75%。但是对冲基金做空高价股和高弹性股票，以及做了一些别人较为警惕

的海外投资，如东欧股、可转换债券以及困难债务等，因此整体仅损失 1%。这些对冲基金通过保护自身的投资组合，在市场中随机应变，似乎发现了投资的制胜法宝：不论在何种市场，都能有充足回报。利率下降又锦上添花，使他们借贷的资金——行话叫做“杠杆借贷”——价格更加低廉。这样一来，基金就可以扩大投资，进一步吸入利润。

2002 年后，全球经济回暖，资金迅速涌入对冲基金，养老基金、人身保险和个人理财基金都势头猛涨，有的是希望能够赢得盆满钵满，有的是希望保住自己财富的价值。杠杆并购公司，即通过借贷进行收购的公司，也尝到了宽松货币政策的甜头。对冲基金对客户收取高额手续费，通常是投资额的 2% 左右，加上所获收益的 20% 或更多。但这就好像城市高档住宅区的上流俱乐部一般，即便收费不菲，让大部分潜在客户望而却步，仍有很多投资商跑来砸门，央求着让他们收下大把大把的银子。

对冲基金风靡，理由充分。丘吉尔曾说过，民主不是个好制度，但是还没有发现比它更好的制度。对冲基金虽然有各种不足，但还是在这场竞争中将对手击得体无完肤。共同基金和大部分其他传统投资工具都在 2000 年到 2002 年被赶尽杀绝了，有的价值甚至腰斩。一些共同基金认同了眼下的箴言：科技股高价有理，却不能像对冲基金那样看空股票或及时避险。当年大部分共同基金但凡业绩比大盘高，就觉得这年业绩还算不错；就算损失了投资商三分之一的资金也很值得庆幸——这总比赔掉一半好吧。

无数学术资料都表明，几乎没有共同基金能长期超越大盘。指数型基金价格更为低廉，收益也更胜一筹，但这样的投资工具只有在股市见红时才能赚钱。彼得·林奇、杰弗里·维尼克（Jeffrey Vinik）、马里奥·嘉贝利（Mario Gabelli）等精明的投资商都曾因主管共同基金而心满意足。但对冲基金薪金丰厚、方针灵活，于是新千年伊始，不少共同基金人才都被吸引而来——这样，资金充裕的投资商又多了一个选择对冲基金的理由。

多少年来，年轻人若是醉心于复杂的投资策略，多少不招女孩子喜欢。当然，若是腰包鼓了，女孩就会围着团团转，但这些姑娘可没兴趣听您是怎么赚钱的。然而 2000 年后，经营对冲基金，口若悬河地讲述仅还利息证券、资本结构套利和引人入胜的复杂金融工具，就显得无比性感。詹姆斯·克拉默

（James Cramer）、苏丝·欧曼（Suze Orman）等这些对金钱和市场热情四射的财经评论员一举成为万人迷，而《交易员月刊》（*Trader Monthly*）这种流行杂志也对华尔街最成功的投资商们大写特写，甚至把他们捧上神坛。

开创对冲基金，成了顶级学府和商学院毕业生的不二选择。紧随其后的是为基金效力，最起码能学习足够的经验，做好单飞发展的准备。这些毕业生不少都对投行和咨询公司的饭碗嗤之以鼻，实业公司则更不入眼，他们倾向于敲敲键盘、打打电话，这样更赚钱。

2005 年末，全球 2 200 多家对冲基金共管理大约 15 000 亿美元，超过了网络公司，成为新时代财富积累的代名词。许多基金做生意都是速战速决，贷款扩张投资组合，因而在美国股市的交易额中占有两成之多，在某些重要的债券和衍生品市场中比例高达 80%。

收益瞩目，佣金高昂，基金积累起的巨额财富就算在投资业内也算耀眼，掀开了新镀金时代。对冲基金投资人爱德华·兰伯特（Edward Lampert）先收购凯马特，随即揽下更大规模的西尔斯罗巴克公司，2004 年收入 10 亿美元——而高盛、微软和通用电气三家公司的总裁当年薪水加起来也不过 4 300 万美元而已。

最成功的对冲基金经理既是名人，又是亿万富豪，他们为艺术、政治和慈善领域带来了天翻地覆的变化。

> 肯尼斯·格里芬（Kenneth Griffin）同另一位对冲基金经理安妮·迪亚斯（Anne Dias）在凡尔赛宫结下连理，婚礼后又在卢浮宫召开了盛大宴会，就连宴会彩排也是租的奥赛美术馆。当代艺术家达明安·赫斯特历时四年收集价值 10 亿美元的艺术品，囊括凯斯·哈宁（Keith Haring）、杰克逊·波洛克（Jackson Pollock）、梵高、高更、安迪·沃霍尔（Andy Warhol）和罗依·李奇登斯坦（Roy Lichtenstein）等各路名家作品，其中的鲨鱼标本被史蒂文·科恩（Steven Cohen）以 800 万美元重金购得。30 出头的热门人物，“神童”埃里克·明迪奇（Eric Mindich）曾为民主党政客筹资百万，还是约翰·克里（John Kerry）总统竞选团的核心人物之一。

对冲基金专业人士非常有善心，他们对此也毫不谦虚。他们成立了一系列创新性的慈善机构，名人云集的如罗宾汉基金会，吸引了格温妮丝·帕特洛（Gwyneth Paltrow）和哈维·温斯坦（Harvey Weinstein）等名流，还颇具创意地对市中心的学校翻新改造，一时名声大噪。

对冲基金的崛起，是金融部门历史性扩张不容分割的一部分。市场规模扩大，活力提高，公司筹集资本不再如此昂贵，于是全球形势一片大好，置业迅猛发展，人民的生活水平也相应提高。

但是到2005年，基于创新、交易和管理公司股票债权的一种金融产业热过了经济的整体发展，就好像是被施了金融魔法。20世纪七八十年代，金融公司盈利占全美收益的15%，而2005年一举跃至25%。2005年中期，哈佛大学毕业生有两成都进入了金融圈，相较之下，60年代这一比例只有5%。

金融公司最炙热的生意之一即是同对冲基金交易，为他们贷款，甚至还帮助迈克尔·伯利（Michael Burry）这样少不更事的投资商学习游戏规则。

浮躁与奢华

迈克尔·伯利毕业于医学院，2000年，他在斯坦福大学医学院实习期已经接近尾声，却迷上了对冲基金。虽然从未接受过正式的金融学教育，而且公司起步时困窘到在圣何塞市伯利小时候的起居室中办公，投行却纷纷拜倒在他的燕尾服下。

美国银行经纪人埃里森·桑格（Alison Sanger）专程飞来，同伯利坐在起居室的沙发上，旁边放着的架子鼓引人注目。她告诉伯利，美国银行愿意为他的新公司提供重金。脚下红色的地毯成了伯利的交易大厅。旁边的壁橱门上，一张黄色的格子纸已经破损，但上面可不是记录着什么大宗商品或股票价格，而是伯利家男孩子的成长身高。伯利一身牛仔T恤，问桑格能不能推荐本关于对冲基金的好书——这么一说，明摆着他是门外汉，但是桑格还是将他签约为自己的客户。

“当时我们公司的经营模式是接受新兴基金，而且伯利一看就是聪明人。”

她解释说。

对冲基金已经成了人们茶余饭后的话题。肥皂剧《我的孩子们》有个片段，瑞恩对肯德尔说："你明白不明白，爱情可不是对冲基金……你不能把所有的钱都放在一笔投资上，要出点什么问题，你也不是买点看起来安全些的基金就能了事儿。"（这段对话没完没了而且根本不知所云，恐怕也就对冲基金这个比方还有点道理——这也是当时时代的标志。）设计师凯尼斯·柯尔（Kenneth Cole）甚至推出了一种名为"对冲基金"的皮拖鞋，标价119.98美元，黑色和咖啡色均有销售。

没过多久，人心就开始浮躁，交易员的许可证特别受追捧，投资商把银子一股脑儿地扔给他们。2004年年末，埃里克·明迪奇离开高盛开办对冲基金，关于如何运作并未多加透露细节，却说管理资金这种事情，他已经几年没碰过了，还说如果投资商要加入他的基金，得先至少拿上500万美元，而且管理期限不能少于4年半。仅仅几个月，他就筹集了30亿美元，没能加入的客户还捶胸顿足，郁闷不已。

明迪奇和伯利的业绩都在市场中名列前茅，对冲基金行业也全速前行。但一些能力有待考察的交易员们随即加入，他们非常享受这种经营对冲基金所带来的固有投资机会，也似乎相当享受生活。2004年，28岁的基金经理布莱特·格瑞伯（Bret Grebow）买了一辆价值16万美元的新兰博基尼加拉多跑车送给女朋友，而且经常带着她乘坐私人飞机往返于纽约办公室和加州高地海滩的豪宅之间，这3小时的航程就要花费1万美元。

"那感觉太美妙了。"某年基金涨幅达40%后格瑞伯这样说道，"飞机上有我最喜欢的麦片和曲奇脆，还有加冰的杰克·丹尼尔[①]。"（格瑞伯最终因协助传销，即在没有交易的情况下套利，骗取客户700万美元，而获诈骗罪。）

2006年针对约300名对冲基金专业人士的一项调查做了这样的统计：过去12个月内，他们平均在珠宝上花费37.6万美元，手表27.1万美元，"传统"水

① 杰克·丹尼尔（Jack Daniel），美国酒，而且具有某些和波本酒相同的特点，但它是一种特殊的产品，产于田纳西丘陵地，故称为"田纳西威士忌酒"。

疗服务12.4万美元。这儿的“传统”是将全身按摩、泥浴、海藻搓身等身体护理与更具异国风情的服务区别开来。调查中还揭露了一些趣事：对冲基金经理支付上万美元邀请专家为他们引导“七刀水疗”（Play of Seven Knives）——这是一项设计精心的疗法，以奢华的长时间沐浴开始，逐渐升级为用各种稀有精油进行的全身按摩，然后再升级，用锋利的专业刀具进行一系列切割，诱发出特别的快感。

对冲基金对客户收费高出其他行业，他们对盈利所收取的20%提成还被美国政府视为资本利得收入，仅需缴纳15%的税款——这同工资收入低于31 850美元的美国公民工资税处于同一水平。

对冲基金大佬们看重的可不仅仅是金钱和随之带来的喜悦——最起码不完全是。对经营对冲基金和私人股本公司的大佬们——他们大都是男性——来说，金钱几乎成了一种标尺。日日夜夜，离他们一臂之远的计算机荧屏上显示出他们业绩表现的即时数据，这是他们作为投资商在人群中所获得的支持度，是对他们自我价值的肯定。

青年时期的保尔森

2005年，对冲基金愈发繁荣，但疯狂的人们却没有注意到49岁的约翰·保尔森。他一个人在角落中冷眼观望着这样的疯狂，觉得有些可笑，也有些迷惑。保尔森过去业绩不错，也算出身名门。但是毫无疑问，疯狂过后，他才招来了人们的眼球。

保尔森出生于1955年12月，家族中的前辈就颇具冒险精神，但是有些却未能遂愿。

曾祖父珀西·索恩·保尔逊（Percy Thorn Paulsen）是挪威人，曾在19世纪90年代任一艘荷兰商船船长。某次驶向南美海岸的途中，在厄瓜多尔的瓜亚基尔港口搁浅。为了等船修好，保尔逊和船员们耗了几个星期，于是增进了对这个港口城市中的越来越多流亡人士的了解。也是在那里，他遇到了一位法国驻厄瓜多尔外交官的千金，两人相爱，决定成家。1924年，他们有了第一个

孙子，起名阿尔弗雷德。3年后，阿尔弗雷德的母亲（在第二次生育中）死于难产，男婴平安。儿子们都被送往德国基多的一所寄宿学校。不久后，阿尔弗雷德的父亲在一场网球比赛后突发心脏病，撒手人寰。

小保尔逊们现在成了孤儿，他们搬去同继母同住。但是继母照顾自己的孩子还忙得不可开交，于是他们又被姑姑接走。16岁那年，阿尔弗雷德和他15岁的弟弟艾伯特决定开始新的生活，来到了3 500英里外北方的洛杉矶。之后阿尔弗雷德就打各种零工，两年后加入美国陆军。第二次世界大战中他在同意军交手时负伤。同盟军占领期间，他一直呆在欧洲。

战后，阿尔弗雷德改姓保尔森（Paulson），回到洛杉矶，在加州大学洛杉矶分校就读。一天在学校食堂中，他见到了一位美丽的少女，心理学专业的杰奎琳·柏克兰（Jacqueline Boklan）。阿尔弗雷德上前问好，告诉她自己的名字，他当时就被这个女孩迷住了。

柏克兰的祖父母在世纪之交，随立陶宛和罗马尼亚逃难的犹太移民来到纽约下东区，希望在这里寻找机遇。1926年，杰奎琳出生。父亲亚瑟被聘为银行管理固定收益销售主管后，全家迁入曼哈顿上西区。他们在中央公园西的93街都灵大厦租了一套公寓，对面就是中央公园。多年来，家庭生活一直优越，杰奎琳从小身边就有佣人和保姆呵护。

但是大萧条年代，柏克兰先生失业，家境从此一蹶不振。20世纪40年代，为了寻找工作机会，柏克兰举家迁往洛杉矶。这时杰奎琳到了念大学的年纪，于是就进入了加州大学洛杉矶分校。

和杰奎琳结婚后，阿尔弗雷德·保尔森得到了亚瑟·安德森会计所（Arthur Andersen）的聘用，在公司的纽约办事处工作，于是全家又搬到了东河（East River）附近皇后区的白石住宅区（Whitestone）。两人生育了4个孩子，约翰排行老三。他在32层的勒阿弗尔大楼（Le Havre）中长大，这幢大楼有1 021套公寓，占地27公顷，还有两个游泳池、一个夜总会、一个健身房和三个网球场，由莱维敦镇的创建人，房产开发商威廉·莱维特（William Levitt）的弟弟阿尔弗雷德·莱维特（Alfred Levitt）开发。随后，全家在附近的比奇赫斯特（Beechhurst）购置了一套简单的公寓，而杰奎琳的父母也搬入了不远处杰克逊

山庄的一套一居室的房子。

1961年的一天，亚瑟·柏克兰带着一包魔法糖果（Charm candies）来看外孙。第二天，约翰就把糖果卖给幼儿园的小朋友，他跑回家向祖父汇报了自己“第一桶金”。祖孙两人清点了战果，亚瑟把6岁的孙子带去了当地的一家超市，告诉他从哪儿用8美分就能买到一包糖，他希望用这样的方式帮助孙子喜欢数学、接触数字。约翰破开一包糖，每块卖5美分——想来投资巨头沃伦·巴菲特小时候也是这么倒卖口香糖的。保尔森此后还在学校放学之后干些零活儿，积蓄一天天多了起来。

“我有个储钱罐，当时的目标就是把它填满，觉得特起劲儿。”约翰·保尔森回忆道，“我当时就是喜欢工作，喜欢口袋有钱的感觉。”

公关专家大卫·费恩（David Finn）是阿尔弗雷德·保尔森的一名客户，曾经打理过佩里·科莫（Perry Como）和杰克·莱蒙（Jack Lemmon）等名人的事务。他非常欣赏阿尔弗雷德，邀他出任他开办的罗德公关公司首席财政官。两人一见如故，经常在一起打网球，参加家庭聚会。据费恩回忆，阿尔弗雷德为人友善，乐观向上，而且特别谦虚，他是个恋家的男人，不喜欢出现在蒸蒸日上的公司中受万人瞩目。两人打网球时，阿尔弗雷德即便球技高超，也不愿跟对手杀得你死我活，他更喜欢把网球当成一种娱乐。

“赢不赢，他根本不在乎，”费恩说，“他从来不为这事儿费心，也不在乎成果如何。他很聪明，一点就通，而且特别友善，属于那种知足常乐的类型。”

阿尔弗雷德天生就是个和事佬，有的时候同事吵架，他就过去劝架。他一微笑，办公室中的隔阂马上就消匿了。

现在身为实习儿童心理学家的杰奎琳则比丈夫更加固执，她参加社会活动涉身政商，而阿尔弗雷德在旁围观。她相信要给孩子关爱，甚至对他们放纵。杰奎琳将保尔森的孩子们培养成了犹太教徒，最大的女儿后来搬去了以色

列。阿尔弗雷德本身没有信仰，但是却同家人一起参加犹太教集会。约翰到了12岁，才知道父亲原来并不信奉犹太教。

约翰一直上公立学校，参加了天才儿童培训项目。八年级的时候，保尔森已经开始学习微积分、莎士比亚以及其他的高中水平课程。每年夏天，阿尔弗雷德都带着全家去度长假，有时在国内，有时也会去国外。约翰大学二年级时，就同朋友一起穿越国家旅行，一年后又去游览了欧洲。

在其他领域，约翰也比一般孩子更独立。虽然保尔森一家加入了当地的犹太教组织白石希伯来中心（Whitestone Hebrew Centre），但是翻翻保尔森在贝赛德高中（Bayside High）的三年级年鉴，“耶稣俱乐部”（Jesus club）和“圣光俱乐部”（divine light club）都赫然在他的兴趣之列。

1973年秋，保尔森进入纽约大学，当时经济正逢低谷，股票市场一片颓势，而保尔森小时候对金钱的兴趣也有所减弱。一年级时，保尔森修了学习创意写作课程，还参加了电影制作。他还学了些心理课，对心理学钟爱有加的母亲非常开心。但没多久，保尔森对学业就失去了兴趣，给班级拖了后腿。那个年代，报纸整版整版都是越南、尼克松、反战和人权抗议。

“我觉得很迷茫，”保尔森说。当时他的头发已经长到齐肩，颇像小罗伯特·唐尼（Robert Downey Jr.），“当时都有点厌学了。”

约翰大一结束后，阿尔弗雷德觉得儿子的生活需要一些改变，于是建议他暑假出游——这是保尔森家庭特色的放松方式。他为儿子买了一张去南美的机票，那年夏天，约翰飞越了巴拿马和哥伦比亚，然后去了厄瓜多尔叔叔家中——保尔森的叔叔是个钻石王老五，在海滨的萨利纳斯市（Salinas）搞房地产，他把保尔森当成了左膀右臂，让他负责留意自己身边有没有贼想要窃取资料，在各个建筑工地上监督运送工作和检查库存。

对于从皇后区长大的年轻人来说，萨利纳斯简直就是天堂。厄瓜多尔最高的一幢楼就在保尔森叔叔的名下，保尔森就住在那儿的阁楼里，有一名厨师、一个园丁和一名管家照料。在他的眼中，萨利纳斯姑娘漂亮，天气暖和，海滩也近在咫尺。他开始崇拜自己的叔叔，这个带有领袖气质又颇会生活的男人——他尽情地享受着人生，挥霍着金钱。保尔森感觉好像得到了新生，享了

家族的福，他延迟了回校报到的时间，继续留在了厄瓜多尔。

“那种对金钱的热爱又回来了。”保尔森回忆道。

但有一点却不尽人意，叔叔思想保守，对保尔森这个刚刚享受独立生活的年轻人来说未免过于约束。无人陪同，保尔森绝不能同女孩约会，而且只能同门当户对的姑娘交往，还必须经过叔叔的同意。

一天，保尔森在工作中遇见了一个女孩，她 16 岁，是萨利纳斯警署署长的千金。保尔森邀请女孩去家中用餐，让厨师随便弄点吃的。而厨师却不声不响地拨通了保尔森叔叔的电话。过了没多会儿，叔叔的一位助手就来敲门了。“你在干什么呢？在干什么呢？”他问道。他把保尔森拉到一边说：“她不能呆在这儿。”

女孩逃出了公寓，消失在夜色中。

保尔森渴望独立，于是就搬到了首都基多，随后又在厄瓜多尔四处观光。钱花光了，需要融资的时候，他认识了一位加工物美价廉的儿童服饰的商人。保尔森订购了几件样品，寄回给纽约的父亲。父亲把这些样品拿去了一些高档商店，布鲁明戴尔（Bloomingdale）就订下了 72 件，保尔森一家欣喜若狂。于是他们继续做这笔生意，保尔森在厄瓜多尔雇了一些人生产更多的衬衫，晚上则对成品进行包装寄送，他摸着石头过河，学会了做生意。

订单越来越多，后来，保尔森有一次不慎忘记了给布鲁明戴尔投递，对方就取消了订单。保尔森手上这个时候有 1 000 套无人问津的儿童衬衫，只能存在父母家的地下室。几年后，保尔森只要手头紧，就会回到皇后区从盒子里拿上几件小衬衣，卖给几位纽约零售商。

在厄瓜多尔的两年间，保尔森还曾在基多的一家商店看中一种很漂亮的拼花地板。他寻根问源地找到了生产商，向厂主争取到在美国的销售代理权，收 10% 的佣金。厂主答应了，于是约翰又把一些地板样品寄给了父亲，阿尔弗雷德就把这些展示给了新泽西的地板商。商家觉得这些地板论质量论价格，都比美国国内出售的更胜一筹。当时，阿尔弗雷德已经离开了罗德公司，自己创业，但还是抽出空来帮助孩子。父子俩齐心协力，卖地板赚取 25 万美元，父亲把 2.5 万美元的佣金全部交给了儿子。约翰在厄瓜多尔的时候，父子俩每天不

是通电话联系就是写信，关系更加亲密。这是约翰·保尔森真正的第一桶金，他激动万分，颇受鼓舞。

“我觉得这太有意思了，兜里有钱的感觉真好。”保尔森回忆道。

保尔森意识到，要想赚大钱，就得读大学。因此，1976年他又回到了纽约大学，重新集中精神学习，充满了活力。当时，他的朋友们都已经上四年级，比保尔森高出两级，让他倍感压力。不过凭着他那股冲劲儿，用了19个月就拿到了毕业需要的学分，还多修了几门课，参加了暑期班，成绩全优。

保尔森总能把复杂的想法用简单的语言描述出来，让同学们都羡慕不已。像数据学、高等金融这种高难度课程后，有些同学就直接找保尔森帮忙答疑解惑。

“约翰绝对是我们班上最聪明的学生。”保尔森的同班同学布鲁斯·古德曼（Bruce Goodman）说。

> 一天，高盛主席约翰·怀特黑德（John Whitehead）做了一次投行讲座，保尔森听后兴趣盎然。为了这个客座，怀特黑德带来了当时几位高盛的明星级人物，如后来克林顿政府时的财政部部长罗伯特·鲁宾（Robert Rubin），和后来的高盛主席史蒂芬·弗里德曼（Stephen Friedman）。鲁宾讲到对企业并购的看涨看跌——也就是投资领域中所谓的风险套利，而弗雷德曼对并购交易的领域进行了详尽解析，保尔森在下面几乎听呆了。

保尔森和父亲一样迷恋网球，有的时候会邀请朋友去纽约法拉盛（Flushing）的西岸网球俱乐部（Westside Tennis Club）杀上几回合。父亲是这儿的会员，美网公开赛就在这片草场上举行。但是他很少邀朋友们回家，有人甚至不知道他在皇后区长大。多年来，保尔森对外只说，自己来自纽约市。

布鲁斯·古德曼也是第一个叫他J. P.的人——这不仅是约翰·保尔森名字首字母的缩写，还暗指了J. P. 摩根，世纪之交的传奇银行家。这个绰号伴随了保尔森一生，体现了他出众的能力、他的雄心壮志和出人头地的愿望。听到这

个新绰号的时候，保尔森会意一笑，他很喜欢这样的称赞和这种聪明的双关。

保尔森在纽约大学拿到金融学士，毕业成绩全班第一。在商业和公共管理学院的毕业致辞上，他谈到了企业责任。学院里一名院长建议他申请哈佛商学院。虽然保尔森只有 22 岁，而且没有多少从商经验，他却在申请哈佛的过程中援引了在厄瓜多尔的从商经历，结果他不仅被哈佛录取，还赢得了悉尼·韦恩伯格 / 高盛奖学金（Sidney J. Weinberg/ Goldman Sachs scholarship）。

在哈佛商学院念书的时候，有一次同学在去哈佛投资俱乐部的路上叫住了保尔森，说："你可真得去听听这个科尔伯格的演讲。"这位杰瑞·科尔伯格（Jerry Kohlberg）是科尔伯格-克拉维斯公司（Kohlberg Kravis Roberts & Co.，简称 KKR）的创始人，保尔森从未听过他的大名，但还是跟着去了，当时听讲座的不过寥寥十几人。科尔伯格是最早进行所谓"杠杆收购"（leveraged buyout）的人物之一，他还带来了两名银行家，为同学们详细讲述了怎样几乎不花现金，通过贷款买下一家公司。科尔伯格随后娓娓道来公司怎样用 50 万美元和 3 600 万美元贷款买下了一家小公司，然后 6 个月后转手赚得 1 700 万美元。

对保尔森来说，这次讲座改变了他的命运，就好像他第一次看到披头士一样，他了解了从大型投资中可能赚取的巨额利润。保尔森暗自计算，怀特黑德和鲁宾这些高盛合伙人当年也不过赚 50 万美元，但是跟 KKR 公司的收成相比，就是小巫见大巫了。

杰瑞·科尔伯格做一笔生意就拿 1 700 万美元，保尔森想着，惊呆了。

他的世界观正在发生着变化，他认为得到巨额财富，理所应当应该得到人们的尊敬。约翰·怀特黑德和杰瑞·科尔伯格尊重生意场上的规则，而且足智多谋、兢兢业业，他们得到这样的收益，无话可说。商学院二年级时，保尔森做了一项调查，研究杠杆收购的关键角色。他想，毕业后我也要去华尔街发展。

1980 年，保尔森从商学院毕业，排名班级前 5%，荣膺乔治·贝克学者（George F. Baker Scholar）称号。但公司校园招聘时，一家咨询公司提供的起薪最高，引起了保尔森的注意。华尔街当时还在熊市中挣扎。于是保尔森接受了波士顿咨询公司的工作——这公司也是名望在外，仅在一流学府中招收新人。

刚工作的时候，公司要求保尔森帮助资深顾问杰弗里·李伯特（Jeffrey

Libert），就《华盛顿邮报》是否进行房地产投资提供建议。保尔森刚开始看好这样的想法——家中在比奇赫斯特的房子20年来价格有所上涨，投资房产看起来着实不错。

李伯特和保尔森一般年纪，都是土生土长的纽约人，还同样毕业于哈佛商学院。他给保尔森展示了一张表格，显示了过去几十年来房价的疯涨。但李伯特考虑这段时间的通胀因素后，房价的年增长却只有区区1.5%。李伯特说，除非搞到低于购置成本的地产，不然这种投资根本没什么引人之处。

“当时觉得很吃惊，”保尔森说，“我不是投资商，所以当时这跟我也没什么关系，但是低增长率这回事儿我可是牢牢记住了。”

保尔森在咨询公司的工作主要是调研，这是他的长项。在办公室中，他是个乐天派，跟同事聊天，甚至同秘书们调情。比起那些不近人情的同事们，大家都喜欢他。但保尔森马上认识到，加盟这家公司是个错误。他没有进行投资，而仅仅是在给其他公司提供建议，还是至少一小时一条这样频繁。在公司其他经理看来，保尔森看起来很不合群，有点扎眼。

“别人都提供建议呢，约翰却说，‘我这样怎么能赚钱呢？’”李伯特回忆，“波士顿咨询公司，说白了就是大家凑一块儿，看谁更精明，保尔森性子都磨没了。他好像天生就知道怎样赚钱。”

比如，保尔森特喜欢小查理·阿伦（Charlie Allen Jr.）的故事：他高中就辍学经营了一家投资公司，取名阿伦投资公司（Allen & Co.），并将其发展为20世纪上半叶的实力企业。“华尔街大富翁”阿伦的家人以专车劳斯莱斯代步，他却叫出租。1973年，哥伦比亚电影公司因财务丑闻逐渐没落，阿伦接手，9年之后又把公司转卖给可口可乐来交换股票。随后可口可乐股价飙升，阿伦盈利10亿美元。（多年之后保尔森还会回忆起这比交易的细节，就好像在品味最崇拜的棒球明星的击球率。）

保尔森想进军华尔街。但投简历的时候，却发现他的咨询经历根本派不上用场。他又不想从底层和刚毕业的学生们一同做起，十分迷茫。当地一场网球赛上，保尔森在看台上看到了科尔伯格，于是走到他的身旁，告诉这位杠杆收购老行家当年自己多么欣赏他在哈佛的讲座。科尔伯格就邀请了这个小伙子去

他的纽约办公室。

几天后，两人见了面，保尔森对科尔伯格交心说："我是入错行了。"他希望科尔伯格能够帮助他在华尔街谋个职位。

科尔伯格的公司中没什么闲职。保尔森问能不能把他介绍给其他收购公司的重磅人物，比如奥本海默公司（Oppenheimer & Co.）的利昂·列维（Leon Levy），科尔伯格马上拿起电话，为保尔森搞定了预约。

几周后，保尔森前去列维在派克大街（Park Avenue）上的公寓面试。屋中目光所及到处都是奇珍古玩，他可从未见过这样的景象，简直惊呆了，他甚至不知道这些小雕塑是来自罗马、希腊，还是一些他更不为了解的国度。觉得一个不小心，就会碰掉列维这些价值连城的珍藏，他的事业就玩儿完了。他小心翼翼地坐下，同列维交谈，啜饮着精致瓷器中的咖啡。结果列维当时正打算扩大公司规模，需要一个聪明的帮手。这一天，保尔森找到了工作。

实际上，雇用保尔森的是奥本海默，一家拥有规模更大经纪公司的伙伴公司，也是列维和杰克·纳什（Jack Nash）经营的一家投资机构。走进新办公室的时候，保尔森看到了另一位年轻的主管坐在自己的座位上，他就是彼得·索罗斯。

"您在我办公室里有何贵干？"保尔森生气地说。

"我倒是想问您有何贵干呢？"索罗斯回答。

两人怒目相视，都不肯让出房间。

"当时可不怎么友好。"索罗斯回忆。他就是大名鼎鼎的乔治·索罗斯的侄子，从奥本海默的另一位主管那儿得到这个工作，保尔森却不认识那位主管。然而，索罗斯和保尔森最终成了挚友。

几天过后，奥本海默公司分家，列维和纳什开始另辟出奥德赛合伙人公司（Odyssey Partners）。他们说服了保尔森加盟。这给了他让人眼红的大好机会，能够在同列维和纳什的合作中得到第一手经验。他们两位当时已经做出了一系列成功投资，是华尔街的传奇人物。随后，两人筹集了 4 000 万美元招募了约翰·德罗宁（John DeLorean）——因鸥翅车门运动型轿车等一系列高端交易而名声大噪的汽车经理，而这只是一系列高回报交易中的一个。

在奥德赛，列维指派保尔森寻找有潜在长期收益的大型杠杆交易——这是列维的专长。他曾经和合伙人以不到5 000万美元的价格买下了地方连锁超市大熊百货，随即要求收取佣金，金额同这笔投资不相上下，从而收回投资。公司通过激励式管理改善运作，最终盈利1.6亿美元。

保尔森把目光集中在廉价出售的低估价集团中，买下因经营航空而疲于奔命的环球公司（TransWorld Corp.）头寸。但是环球公司当时还拥有希尔顿酒店、21世纪等盈利性项目。列维和保尔森认为，倘若把这家公司分开，投资商就会把目光转向航空外的项目价值，股价自然会飙升。因此，奥德赛也买下了这只股票的头寸。但环球公司拒绝分家，还杀了个回马枪，引起公众阵阵抱怨。奥德赛团队最后还是从这笔买卖中获了益，但保尔森也从中了解到收购业务的不易。

几年过后，列维和保尔森都认识到，保尔森经验不足，想在这一行上出彩不太可能。纳什同样认为需要做出一些改变。保尔森是个明白人，也善于表达，但是没有必要的金融技巧来引领收购交易，而且在企业圈里没有广阔的人脉，无法单兵作战。

“我跟利昂关系不错，但他们需要更有经验的人。”保尔森说。

保尔森不得不寻找新工作，这样一来，他比当年商学院的同学又落后了4年。几家投行为他提供了入门级的职位，但这就意味着要同毕业生一同干起，保尔森可不喜欢这样。贝尔斯登（Bear Stearns）的一个机会对他来说更加合适。这家公司在投行中稍逊于第一梯队，也无法给银行家们提供庞大的数据库和其他资源以增强竞争优势。银行业甚至不是贝尔斯登的主打业务；迪克·哈里顿（Dick Harriton）的清算业务通过借出客户的股票大发横财，鲍比·斯坦伯格（Bobby Steinberg）运营顶级风险套利，公司王牌阿兰·格林伯格（Alan Greenberg）在交易市场上也总是能够创造神奇。

贝尔斯登真正拥有的是一群头脑聪明、雄心勃勃的银行家，金钱对他们和对保尔森一样是诱惑。公司希望能够从保尔森仰慕的那些金融企业家手中抢到生意，他们觉得保尔森铁定是个合适的人选。

1984年，保尔森加入贝尔斯登，当时28岁的他每周在并购交易上要忙活

一百来个小时，他在公司的地位也随之节节攀升。4年后，他当上了公司总经理，一举超过商学院的同班同学。其他的银行家都是对自己交易决策的能力夸夸其谈，希望能用自己高深的财务知识打动客户。但是保尔森却一直很低调，聊聊艺术，说说戏剧，然后再切入正题。虽然下属犯错，他也会厉声斥责，毫不留情，但在大部分同事中的印象中，保尔森却是一个乐观、自信的人。

“80年代，并购可是王道。银行家都是硕士毕业。但约翰可没特别把自己当回事儿；他蛮风趣的。”罗伯特·哈特维尔德（Robert Harteveldt）回忆道，他是公司一位年轻银行家，同保尔森颇有交情，“很多人都是跨进屋来，介绍说自己从事并购，觉得这样女孩子就上钩了。但是约翰总是那种温文尔雅的样子。他也希望女孩子注意他，但是不会光炫耀，而是更会关心她们。”

迈克尔·塔诺波尔（Michael Tarnopol）是一位英俊的资深银行家，天生就有领导范儿。人们昵称他为“米奇”。塔诺波尔为公司接下了不少大买卖，因此很受器重。他万众瞩目，经常在派克大街和布里奇汉普敦家中举办奢华派对；他还喜欢在马球场上挥两杆，打得还相当不错；还有，他对爱情可以说是坚贞不渝，和高中时代的恋人走入了婚姻殿堂，着实让人啧啧赞叹。

有一回，塔诺波尔非常器重的一位秘书想要移居加州，保尔森和多名同事苦口婆心劝她留下都无济于事，却被塔诺波尔说服了。保尔森感到很吃惊，于是问塔诺波尔是怎么做到的。

“一旦顾客开始摇头，推销员的工作就开始了。”塔诺波尔回答——这句话被保尔森刻在了心里，多年不忘。

塔诺波尔为保尔森在华尔街打开了一扇门，把他介绍给一些重要的投资商。塔诺波尔自己没有儿子，据朋友描述，保尔森视其如父。他会去参加塔诺波尔的家庭聚会，同他在佛罗里达的棕榈滩上一起打马球，还一同在他格林威治的豪宅度假。但是，保尔森没有就这样找到榜样，安定下来，而是越来越开始迷恋纽约的夜生活。

寂寂无名的保尔森

看起来，约翰·保尔森同这个城市的交际圈格格不入。虽然他为人和气、才华横溢，但是显得很呆板，一本正经的。晚会上，他不是西装革履，就是套着夹克衫。跟人聊天，要觉得话题没意思，他甚至连话都不说完转身就走，让对方不知所措。

可是保尔森真的十分享受交际，没过多久，就在曼哈顿入时的苏荷区一间小阁楼里，叫上几百个朋友，接二连三地举行派对，跟富有的银行家、模特儿和小约翰·肯尼迪这样的名人一起取乐。保尔森的年度圣诞派对上，人们纷至沓来，而他也每年都会为圣诞树下的小客人们准备小礼物。

许多晚上，保尔森和朋友都是吃过夜宵，然后赶往内洛、赛隆、地下铁的舞池。有的时候甚至当夜从住宅区的俱乐部中途溜走前去商业区。保尔森还加入了时尚设计师奥列格·卡西尼（Oleg Cassini）在曼哈顿东区开办的会员专场俱乐部（Le Club），结识了一些成功人士，如百万富翁军火商阿德南·卡舍基（Adnan Kashoggi），唱片制作人艾哈迈德·艾特根（Ahmet Ertegun），还有英格玛·伯格曼（Ingmar Bergman）和女演员丽芙·乌曼（Liv Ullmann）的女儿琳·乌曼（Linn Ullmann）。

保尔森虽然表面上光彩照人，却总是把住址选在别人看来有些幽暗的地方，装修风格也是极其普通，搭配着不协调的塑料假树和破旧的家具。他其中一个公寓的楼下就是打折鞋店。

在贝尔斯登，保尔森经常给年轻同事们讲自己约会出洋相等这些糗事儿，跟其他那些自命不凡的银行家们形成了鲜明的对比。和他在同一级别上的同事们，办公室外都有专车候着，但是保尔森却时常挤公交地铁，有的时候还和年轻同事哈特维尔德挤一辆出租。

没多久，保尔森就厌烦了在贝尔斯登的工作。他经常加班，有时候甚至工作到深夜，但是好多银行家都坐享渔利，瓜分他的劳动成果。保尔森可不会耍什么政治手段，要他讨好决定年终奖金的公司合伙人，他觉得浑身不自在。

一次做生意，由保尔森牵线，贝尔斯登和格鲁斯投资公司（Gruss & Co.）联手，以6.79亿美元收购了从事食品和保险业的安德森·克莱顿公司（Anderson Clayton Company），净赚3 600万美元。这笔数目对贝尔斯登来说不过沧海一粟，而且要在公司中几百个合伙人之间进行分配。但是保尔森却发现，在从前没有收购经历的格鲁斯公司，同样的3 600万却只在5个合伙人中分配。保尔森觉得在贝尔斯登这样的大公司中，能拿到那样的数目就是极限了，况且贝尔斯登大部分收益都来自于收取顾客佣金，而非收购安德森这种油水很大的买卖。然而，保尔森喜欢的却是后者。

1988年，保尔森告诉贝尔斯登的董事会，自己要辞职加盟格鲁斯，大家并没有感到意外。他们早就知道，保尔森早晚总会想要自己干一把。

格鲁斯公司主要做并购套利，看多或看空某笔并购，然后就对被收购的公司股份进行投资。公司还从未单独进行过收购，但是安德森的这桩交易激起了公司创始人马蒂·格鲁斯（Marty Gruss）的兴趣，他希望能够进一步涉足杠杆收购。他让保尔森再做一次类似交易，希望能同科尔伯格-克拉维斯公司匹敌。格鲁斯迫不及待地想要雇下保尔森，于是答应让保尔森作为普通合伙人，并从公司其他团队的利润中分给这位年轻的银行家一块蛋糕。

对格鲁斯和其父亲约瑟夫（Joseph）进行了近距离观摩后，保尔森马上就开始着手并购套利。格鲁斯通过购买被收购的公司股票并卖空买方股票来盈利，而这些利润大部分不受股市跌宕影响。理想的格鲁斯投资风险有限，但有获得巨大财富的能力。马蒂·格鲁斯为保尔森灌输了一句格言："管好下跌，上涨自便。"

然而，保尔森的收购生意从来也没有如日中天。1989年，垃圾债券大王迈克尔·米尔肯（Michael Milken）受到起诉，加之经济降温，为收购融资步履维艰，又赶上马蒂·格鲁斯疲于应对自己的第二次婚姻，多少有些分神。没过多久，他和保尔森就分道扬镳。

虽然保尔森雄心壮志，而且爱好赚钱，喜欢做大生意，其他的事情还是让这位35岁的青年分心了。

格鲁斯回忆道："约翰总是在阁楼里开一些很气派的派对，可以说在享受他

的钻石王老五时光。他很聪明，但是有点分心，他手上的事儿太多了。”

单干以后，保尔森更有时间做一些其他事情。挣钱的压力不复存在。几年后，波士顿咨询公司隔壁写字间的一名同事吉姆·科奇（Jim Koch）找到保尔森，咨询他现在正在着手的一家啤酒厂投资。科奇告诉保尔森，咨询公司的其他人，也包括几名和保尔森同届毕业的哈佛校友，都在买他的公司股票，如果保尔森错过了这次机会，肯定得后悔。

保尔森拿出了2.5万美元做投资。这家公司就是后来萨缪尔·亚当（Samuel Adams）品牌的前身，大获成功，保尔森的投资价值逾百万美元。同时他还保留了格鲁斯产业的一些股份，定期收取利润。

保尔森开始发展新的兴趣。他投资了一家曼哈顿夜总会、一家迪厅还有不少房地产，和一位朋友共同在威斯敏斯特买下了一幢公寓，完成了铁人三项，还游历东岸搜寻各种房产。

一般人在保尔森这个年纪已经成家，而他的朋友们虽然大都受过良好教育，博学多才，却开始花天酒地——之前总是操心，没法子安定下来。夏天，他们大多徘徊在度假胜地，享受长滩的富人天堂。有时逢周日，一百多人睡到太阳当头才起床，然后就集中在某一朋友在撒加普瑞克的家中开始烧烤鲑鱼，做意大利面。撒加普瑞克的收入中位数[①]之高，可是全美闻名。下午1点，午餐正式开始，一直到晚上才结束，中间不断有新人加入，有的刚刚下班，有的则是从附近的派对赶来。这样的派对中，不难看到几个生意人谈得热火朝天，看到人们时尚的着装和让人心醉的艺术；饕餮盛宴，觥筹交错，有的人为了打发消遣，还会嗑点药。

保尔森总是骑着一辆10倍速的赛车，反戴着棒球帽，穿梭在朋友家和汉普顿之间。他每次到的时候，都是汗流浃背。

他进屋的时候几乎无人觉察，但是身边总是围着漂亮姑娘。保尔森身量中等，有着暗棕色的头发和深邃的双眼，他为人聪明，总是带着狡黠的微笑用

① 收入中位数，是指用统计学上中位数的概念来衡量某地区普通民众的收入水平，相比较于人均收入，可将某地区贫富差距反映出来。

心倾听。20 世纪 80 年代，轻率骄傲的交易员和投行家们风靡纽约社交圈，但保尔森却从不炫耀自己的财富，不显露自己的背景。他总是很善良，甚至可以说心软，朋友们总会向他寻求建议或借钱，有的时候还会借用他的捷豹汽车去泡妞。

“约翰很迷人，很风趣，算是个大众情人呢。”克里斯托弗·霍恩伯格（Christophe von Hohenberg）这样描述保尔森。他是一位摄影师，也是保尔森的“狐朋狗友”之一，“他的派对很棒，他喜欢去最好的酒店和俱乐部，姑娘们都知道。”

对于那些对自己的钱财尤其感兴趣的人，保尔森总是很谨慎。不论是女士还是朋友，如果主动买单，他都会非常开心，虽然他会抢着在他们打开钱包之前把账付清。

有时候保尔森玩的有点过火。1989 年阵亡将士纪念日，他因醉酒驾车被捕，在交了 350 美元后才减轻了点罪状，成了“酒后驾车”。

但是到了 1994 年，保尔森开始有点厌倦了这样悠闲自得的日子。他仍旧梦想赚一大笔钱。他觉得，是时候再开始工作了。

“时间不等人。我觉得我应该用心工作了。”保尔森说。

要想获得真正的财富，最保险的方法还是自己投资。他于是开创了保尔森公司（Paulson & Co.），专心搞他在格鲁斯那儿学到的并购套利。

保尔森给自己认识的人们都发了通知，发了 500 多封电子邮件告诉大家自己公司成立的消息。但是所有的通告都石沉大海，他放弃了最初 100 万的最低投资之后还是如此。保尔森从来没有单独管理过资金，也没有什么投资业绩，更不为大部分潜在客户所知。他向客户描述自己在格鲁斯和其他一些公司曾经出过的锦囊妙计，但是就这样投资商也不能确定他是否真的曾经担过大梁。

然后，保尔森就开始找贝尔斯登的银行家们，这些人有的曾经是他的手下，有的是当初的好搭档。他们也同样拒绝了保尔森。有人甚至连电话都不肯回。还有的为了逃避他，装模作样说开会。甚至他的启蒙老师塔诺波尔也给他吃了闭门羹。去拜访商学院的那些事业有成的同窗，也无功而返。

大卫·帕里斯基（David Paresky）是波士顿一家旅行公司的老板，想投资

保尔森的基金，他劝保尔森做一个性格测试——他要求公司职员做这样的测试，如果想要投资某人的时候，也会如此。后来，他告诉一个朋友，保尔森测试成绩一般，于是也对他的基金置之不理。

这样，保尔森就用自己的200万美元开创了公司。公司成立了一年，才迎来了第一名客户——贝尔斯登的老朋友霍华德·古尔维奇（Howard Gurvitch）为他投资了约50万美元。当时保尔森的公司只有他自己和一名助手，办公室空间很小，就坐落在帕克大街上从属于贝尔斯登的一座写字楼中，办公室里还有一些贝尔斯登其他的小型对冲基金客户。

保尔森继续寻找投资商，付钱在产业会议上发表演讲，还同市场营销专家合作，提高自己的知名度，四处宣扬他的新基金。他虽然业绩有限，但是表现出来的自信让许多人大为吃惊。

寻找合作伙伴对保尔森来说也是一个艰难的过程。

1995年的一次晚餐，保尔森邀请约瑟·亚伦（Joseph Aaron）在曼哈顿洛克菲勒中心（Rockefeller Center）附近的一家牛排店用餐，努力说服他加盟，向投资商推销公司的对冲基金。双方一番打趣过后，保尔森就开始切入正题，告诉他为什么相信自己会成功，他强调，自己的履历十分丰厚。

"我毕业的时候可是全班第一，"亚伦回忆当时保尔森是这样说的。过了几分钟，保尔森又重复自己在学校多么多么优秀，还强调自己是哈佛大学毕业的。

亚伦是南方人，在对冲基金的圈子里很有资历，对投资商们温和有礼，对商业也是了如指掌。看到保尔森这种自信的劲头，他乐了。

"真的？哦，我上的大学可是在佐治亚州排名11呢。"

保尔森对亚伦描述了自己的策略，但是在亚伦听来这根本就是家常便饭。他觉得保尔森这个人，要么掩藏太深，要么就是根本没什么头脑。

"你找错人了。"饭后亚伦对保尔森说。

有的时候，保尔森整个人就乱糟糟的。有一回，年轻经纪人布拉德·贝特（Brad Baiter）前来拜访，保尔森一根根地抽烟，而且刮胡子的时候还不小心刮伤了脸，血滴就留在了衬衣领子上。他坐在贝特旁边的沙发上，伸着脑袋唉哟哟地抱怨着背疼。

“我不知该如何评价，这让我觉得很不可思议。”贝特回想起来，这样说。

有时候保尔森会很沮丧。早年的投资成绩虽然出色，但是并不稳定。他的公司仍旧门可罗雀。他相信自己的能力，但能不能成功经营一家基金，他就不得而知了。

一天，天气格外阴沉，保尔森问父亲：“我是不是真的入错行了？不然是我有什么问题吗？”阿尔弗雷德·保尔森当时已经退休，但是还在公司的会计部门当帮手，他想给孩子打打气，于是告诉他，只要坚持，基金就一定会成功。

“被拒之门外真的很难受，当时我特别孤独。”保尔森回忆说，“过了一段时间我就想，算了吧。不过父亲的话让我倍受鼓舞。”

他相信自己的信条，那句丘吉尔在毕业致辞时说的：“永不放弃，永不放弃。”

在当时水深火热的房地产市场上，保尔森却是春风得意。1994年，他听说在南安普顿有一座宅子非常漂亮，房主夫妇两人正打算离婚，于是就联系了女主人，她听起来好像很急切地想出售房产，于是两人议定了42.5万美元的价格。然而到了最后，保尔森却得知这位女士无权出售——因为房子已经欠下了很大一笔按揭贷款，他非常吃惊，好几个月过去仍念念不忘。回赎权取消后，房产在各银行间转来转去，最后到了通用金融公司手上。通用方面称房子下周二就要进行拍卖，地点就在南安普顿法庭外的台阶上。

当时正值8月，保尔森早早地赶到拍卖现场，却赶上了下雨。保尔森问拍卖能不能移到室内，但却被告知，根据法律规定必须在法院外进行，雨再大也一样。拍卖每一次举牌增加5 000美元，第一个出价的是通用金融，23万。保尔森迅速回应，23.5万。通用没再加码，也没有其他人到场，保尔森就这样用极其低廉的价格得到了梦想中的房子。还是在那一年，他还在曼哈顿苏荷区附近买下了一间同样取消回赎权的大阁楼。

保尔森意识到，如果自己能够提高投资业绩，投资商自然就会找上门来。公司太小，因此他可以集中精力做些竞争对手不屑、也没什么信心的并购交易，就像那些被人们忽略的加拿大公司。有时他甚至会越界进行无关并购的投资，如购买能源股票，卖空经营不佳的公司债券。

1995年，保尔森公司的规模有所扩大，于是又招募了两名员工；他催着公司里年轻的分析师去寻找盈利前景上佳而下跌损失有限的投资。“做这笔生意我们最多能赔多少？”他不厌其烦地问着这个问题。

公司一直盈利，但一直难有惊人业绩，有时保尔森会闷闷不乐，甚至暴跳如雷。如果生意失败，他总是紧紧关起办公室的门，开始砸椅子。有时候他会跟分析师吵起来，大声嚷嚷，弄得左邻右舍都过来探个究竟，确认没出什么事情。有一次保尔森脸都憋红了，生气地凑到分析师保罗·罗森博格（Paul Rosenberg）的脸边，把他吓得够呛，据当时还在房间里的人回忆，罗森博格大呼：“您干嘛啊？我听您的就是了。”保尔森却狠狠瞪了他一眼。

有一次，保尔森让一名职员去上东区一家诊所做一次药物测验，也不告诉他为什么。那位员工照他说的，回到办公室递上尿样，这事儿就杳无音信了。还有一次，公司一位职员用打印机太频繁，保尔森又大惊小怪，他这样喜怒无常，让团队成员都不知如何是好。

有的时候，保尔森甚至都会为父亲的工作烦恼。对魅力四射的新助手珍妮·扎哈里亚（Jenny Zaharia），他也丝毫不留情面。珍妮刚刚从罗马尼亚移民美国，从贝尔斯登的餐厅为保尔森和同事送午饭后，就成了保尔森公司的员工。她在罗马尼亚大学毕业后，就离开了家，田径明星哥哥乔治再一次从欧洲竞赛中逃赛，在美国得到政治庇护，珍妮随后也来到美国。过了一阵子，他们移居皇后区。珍妮在纽约曾经做过罗马尼亚节目主播，做这份工作不是很甘心，但她告诉别人自己别无选择，而且需要这份薪水。

1996年末，保尔森只有1 600万美元的资产，在对冲基金的大圈子中默默无闻。后来他找到了营销专家彼得·诺维洛（Peter Novello），诺维洛决心要帮他跻身名流。

“他业绩不错，但是没什么特别让人注意的。那年头，很多经理都是每年收

取 20% 的佣金呢。”诺维洛回忆道。

诺维洛费尽心机吸引新投资商的时候，有时会被问及保尔森下班时间有什么活动。

“这有什么关系吗？”

“嗯，其实我们就是想看看他这个人是否可靠。”一位投资商这样回答。

“约翰和一般的对冲基金经理不太一样。他住在市中心的苏荷区和汉普顿，和大家眼中的投资商生活方式有些区别。”诺维洛说。

1998 年俄罗斯债务违约，长期资本管理公司崩溃，造成市场动乱，保尔森的基金大受打击。员工丹尼斯·储（Dennis Chu）身心疲惫，再也不能向老板清晰明了地提供建议，保尔森终于对他失去了耐心。

“你就告诉我你怎么想的，”保尔森声色俱厉地吼道。储最终离开了公司。

有的时候，保尔森疑神疑鬼，说对手们、朋友们都已经把他甩得远远的。他对一位分析师说，在哈佛念书的时候有一个室友叫曼纽尔·阿森西奥（Manuel Asensio），人家现在办对冲基金卖空小股票年薪上百万呢，“而我们却在这里等死。”

1998 年，基金下跌 4 个百分点，于是又有一些客户弃保尔森而去。年末，公司只剩下了 5 000 万美元，相比 1997 年末几乎腰斩。有些客户抛弃了他，投奔更有人气的并购专家，其中有几人那年也赚了几个钱。

“我当时也不是什么重要人物，”保尔森说，“长期资本管理公司垮台，我们都有点震惊了。因而在接下来的一年，我们打回市场的速度都没有别人这么快。”

公司赚钱的时候，保尔森就会很友善，有的时候简直可以说是和蔼可亲，他性格这样反复，员工们可是松了一口气，可是也有点摸不着头脑。有人觉得他性格说变就变，是因为他一门心思想成为金融界的重要人物。还有，就是并购投资的本质所致。做这种生意需要在信息不完整的情况下当机立断。其他的人呢，则学会了欣赏保尔森的坦诚，比如他会剖析手下们呈上的投资建议，寻找漏洞。

1998 年市场动荡，保尔森的客户们损失不小，但是也给他带来了成熟的投

资机遇，让他得以在未来几年中获得巨大收益。也是在这个关头，他做出了一个让人惊讶的决定：要改变自己的生活方式。跟创业早年一样，他仍旧在苏荷区的公寓中开办大型派对，但是他已经快45岁了，周围的朋友几乎都结了婚，而他也开始厌倦了这种社交上的你来我往。他拿出纸笔，写下了他的意中人需要拥有的性格。其中最重要的是“乐观”。可能保尔森觉得，他需要一个能够陪他走过人生坎坷的伴侣。

“我觉得赚钱什么时候都可以，所以这不重要。”保尔森说。

他马上意识到，有一个女人非常合适，而且就在身边：他的助手，珍妮。

“她不抽烟，不喝酒，不会夜不归宿，让我感觉特别清新。”保尔森说，“她总是把微笑挂在脸上，特别乐观。”

保尔森不动声色地开始追求珍妮，每隔一周就约她，前前后后大约持续了一年，但是她就是不答应约会。珍妮说，要想约她，除非把她辞了，帮她找份新工作，但保尔森可受不了把自己的得力助手拱手相让。他变着法子引她上钩，邀她去阿斯彭、迈阿密、洛杉矶。珍妮也从来没去过这些地方，很想跟老板去走一趟，但是她还是拒绝了，说她有自己工作上的原则。

不过，珍妮同意跟保尔森共用午餐，两人每周至少小聚一次，但同事们都对这段恋情一无所知。两人一起吃了两百多次饭，有时还在中央公园滑滑旱冰，这个时候，保尔森觉得自己真的爱上她了，于是求婚，半年后两人步入了教堂。最后，保尔森把自己结婚的事情告诉员工，他们都非常惊讶，觉得完全没有发现办公室中还有这么一段故事。

保尔森主动向珍妮和她的家庭敞开了怀抱。两人同意在南安普顿的圣公会教堂结婚，保尔森对神父也非常和善。典礼开始正值日落，阳光倾泻进这座海滨教堂的蒂凡尼艺术窗。

2001年，保尔森的个人生活更加安定下来，他的基金也有所发展。那个时候，他管理了2亿美元，也完善了自己的投资方式。

然而，公司外很少有人注意到保尔森的变化。埃里克·诺嘉德（Erik Norrgard）是纽约诺斯豪斯顾问公司（NorthHouse Advisors）在保尔森基金的投资代表，当时觉得他这生意在并购投资的世界中“稀松平常，家常便饭”，于是

没理会保尔森。其他人呢，则是对保尔森年轻时候的花天酒地有所耳闻，跟他划清界限，他们不知道，保尔森已经开始在家庭生活中安定了下来。

“如果人们真正了解他的经历，就会明白这是另一笔并购套利生意。”保尔森的朋友，也是他最早的投资人霍华德·古尔维奇说，“不过大家都没注意他。”

但是天翻地覆的变化正在酝酿之中，将对美国、对金融市场产生难以名状的影响。一场金融危机即将袭来，改变了这个国家的金融历史，也将约翰·保尔森从一名默默无闻的小人物，塑造成了这场金融游戏中最闪耀的明星。





第2章
房市风暴带来的大机遇

天翻地覆的变化正在酝酿之中，一场金融危机即将袭来，改变了这个国家和世界金融的历史，而保尔森也一直希望通过一次大手笔，改变自己在华尔街上的地位，机会终于来了，但一切却挑战重重。

暗潮涌动的房市泡沫

在容易赚钱的时代，房产市场却没尝到什么甜头。2001年9月11日，世贸中心倒塌，本·拉登的手下扬言要摧毁美国经济，房地产市场乃至整个经济体都显得摇摇欲坠——位于美国心脏的纽约地区则更是如此。房价已经连续5年走势上升，但科技泡沫爆破之后，经济已经露出脆弱迹象，大部分专家在"9·11"之前就已经开始担心房市疲软。

可是值"9·11"之际，一直降低利率助长经济的美联储却继续大力下调利率，无论何种借贷都更加容易。格林斯潘统率的美联储绞尽脑汁地想要保持经济良好运转，于是2003年中期，将至关重要的联邦基金利率由2001年初的6.5%削减到低于1%——这一短期利率的影响，小到汽车、学生贷款，大至信用卡、房贷。全球范围内的利率都有所下降，为希望拿到廉价贷款的人们开了绿灯。

多年来，美国人一直被两种对立的冲动驱使——对欠债的本能厌恶和对"我要有个家"的殷切向往。

1758年，本杰明·富兰克林这样写道："第二大邪恶是欺骗，而在其之上，就是身陷债务。"大萧条年代，多家企业都因为债台高筑而破产，为一代人的心灵留下了伤疤，借贷的危险从此给人们留下了永恒的记忆。20世纪50年代，一多半的美国家庭都没有抵押贷款，将近一半的家庭甚至分文不欠。有的时

候，户主付清房贷还会开派对庆祝，当着家人朋友的面，把贷款文件统统烧掉。一直到70年代，这样的场面仍然可见。《四海一家》①中，亚奇·邦克就曾开过这样的派对，这个段子风靡一时。

直到20世纪下半叶，如若不是买房买车这样的大件物品，人们一般都不会贷款。就算那个时候，买房一般也需要至少20%的首付，因此如要买房，必须满足一定的财产要求。

但是随着金融创新的兴起、媒体的炒作，加之生活愈发富裕，人们对欠债的态度发生了普遍的改变。美国经济20年的迅猛增长，让人们开始接受贷款，并被鼓励贷款。眼花缭乱的电视广告告诉大家：贷款是我们的朋友，不是敌人。

2000年夏，美国家庭贷款达到了6.5万亿美元，6年内上涨60%。一个家庭平均消费13张信用卡或记账卡，贷款7 500美元。10年前，这一数目还是3 000美元。

美国人贷款增多，其中一个原因是可供贷款的资金有所增多。1977年，华尔街创造出“证券化”，就是把贷款包装成债券，出借人可以将他们的贷款出售给投资商，收取盈利，然后用赚到的钱为消费者和公司提供更多的贷款。成百上千笔贷款都走上了证券化的道路。大家都认为，即使出现一些坏账，也不会对购买贷款的投资商们产生什么影响。

人们对贷款的态度发生转变，给房地产市场带来了生机。美国卯足了劲儿使“居者有其屋”，比其他国家做出了更多地努力。学术资料表明，自有住房能带来各种各样的好处，比如降低犯罪率，提高学业成绩。政府减免了按揭供款税利息，国会面对房地产业中的特权阶级也束手无策，其他对买卖房屋的人们提供的福利措施也好比老虎的尾巴——碰不得。

过去，低收入以及信用记录不良的消费者贷款存在一些困难，而现在，甚

① 《四海一家》，美国热播电视剧。

至在格林斯潘和美联储开始大幅削减利率之前，贷款就已经没有了那么多障碍。出借商使用“次级”委婉地称呼那些信用低于“优先”级的贷款人。2000年，“次级”贷款人有愈1 600亿房贷未清偿，这占房贷总额的11%。而抵押贷款银行家协会（Mortgage Bankers Association）提供的数据显示，1993年这一比例仅为4%。

2001年恐怖袭击后，低廉的借贷利率助燃了房价的上涨。2003年前，美国经济弹性大，大批移民涌入，失业率低，况且能开发的地盘愈发有限，房价持续走高，自然是常理。但是之后，情况就不同了。

2003年，美国及其财团对房产的偏爱开始变得畸形，极端的情形开始涌现。左派和右派之间互相指手画脚，情形颇似传统侦探小说。但是，就像现代版阿加莎·克里斯蒂的《东方列车上的谋杀案》：造成当下最让人痛苦的经济崩盘的凶手，是一长串不招人喜欢的角色。欺骗、勾结、愚蠢，还有老套的贪婪，都进一步加剧了损害的程度。

疯狂膨胀的信用市场

房市一片繁荣，银行和房贷金融公司迎来了前所未有的飞速增长，望眼欲穿地想要多赚几笔，于是对高风险贷款人降低了门槛，放松了贷款条件。出借商认为，如果这些贷款人经济出现问题，重新融资后，住房抵押利率应该还可以更低。

2001年后，出借商争相推出一系列激进性质的贷款，那架势就好像在赌场中开办自助餐会，招待满满一屋饥肠辘辘的赌徒。如果贷款人只希望支付贷款利率，可以选择“仅付利率贷款”（interest-only loans），首付推后再议。此外，还有可调整利率贷款：初期利率低得让人发指，后期才向上调整。就算没能力首付，也可以使用附加贷款（piggyback loans）进行融资。

让有些借贷人怦然心动的是零首付而风险更高的房产，贷款利息高达房价本身的25%；这样，千辛万苦拍下房子后，还能省下一笔钱痛快地去度个假。而“骗子贷款”（liar loans），申请只需上报收入，不需要一摞摞工资单存根或

者银行证明，而对于收入、工作、资产“三无”的人群还有“忍者”贷款。不想月付？只需使用“可选择支付”按揭（payment-option mortgage）。

到2005年，全部范围内零首付的按揭贷款从2001年的3%一举跃至24%。需要很少文件即可申请的贷款也从27%扩大到40%。整整12%的按揭既无需首付也不需太多证明——2001年，这样的贷款仅占1%。

对于有房一族，出借商则要求他们押房贷款，好像房子是自动提款机。花旗集团告诉顾客要“富足地生活”，称房子是“到达心灵需求港湾的船票”。“如果叫‘再次抵押（second mortgage）’，感觉就好像让人把房子押出去了。”前花旗银行副主席贾培源（Pei-Yuan Chia）在对公司八九十年代的消费业务进行研究后说，“但是如果我们称之为‘产权利用’（equity access），听起来就比较高尚了。”

阿姆莱奎斯特、新世纪金融及其他提供次贷的公司取得的增长让人眩目，传统贷款商出于压力，只能跟风，提供更为宽松的金融产品。美国国家金融公司（Countrywide Financial Corp.）主席安吉洛·莫齐洛（Angelo Mozilo）起初还强烈谴责其他银行降低门槛，后来也只能随了这些暴发户的大流。

莫齐洛出生于纽约布朗克斯区（Bronx）的一个屠夫家庭，不仅是一位铁腕主管，还是一名才华横溢的推销员。80年代的时候，他教授自己的员工，如何以普通的固定利率贷款为中心，快速有效地销售房贷。金融机构没有给莫齐洛和他在加州的公司太大的成功机会，但是在新世纪第一个10年，盈利却直冲云霄，公司一举成为全美最大的按揭供应机构。

说莫齐洛经营国家金融公司，倒不如称之为“统治”。竞争对手叫他“太阳神”，其一是员工对他简直是顶礼膜拜，其二也是因为他天生深褐的肤色。他有好几辆劳斯莱斯，大都金色，对他手下的主管们一甩手就是几十万。莫齐洛的洁白的牙齿、条纹西装和冒险精神把他衬得鹤立鸡群，一看就知道，他会让这个沉闷的行业天翻地覆。

2004年，竞争者迎头赶上，国家金融公司开始调整自己的保守立场，推行可调利率的次级贷款和其他的“廉价产品”（affordability products）。当年，利率可调房屋贷款（adjustable rate mortgage，ARM）占按揭总额49%，而2003年仅占18%；而次级贷款当年也从5%蹿升至11%。莫齐洛扬言，应当取消首付，这样就有更多的人有能力买房，“这样，我们的社会才能更加美好。”他说首付是“无理取闹”，因为买房人首付“一般用的也不是自己的钱”。

莫齐洛其实不过是在跟布拉德·莫里斯（Brad Morrice）这些主管们较劲。90年代初，莫里斯在南加州的一家抵押贷款机构工作，目睹了当地房价的激烈动荡。1995年，他联合两名合伙人集资300万美元，成立了新世纪公司，主要面向信用欠佳、被主流借贷商忽略的买房人群。他们别出心裁地选了这样的名号，似乎也在预示美国将要迎来重大变革。

新世纪公司的服务包括：帮助信用不良者得到购房贷款，尽管利率会远远高于信贷合格的买房人士。为减小风险，新世纪主管们想到了一个聪明的办法：将贷款出售给为高利率所吸引的投资商们。竞争对手也纷纷效仿。不出时日，南加州的奥兰治县（Orange County）就成了次级贷款的中心。

1997年，莫里斯及其合作伙伴将新世纪公司公开上市，时值房市升温。新世纪自诩为“新型蓝筹股”，涉足全国各地的独立抵押贷款经纪公司——通常是小型地方公司，他们能够找到客户，告诉他们可以选择什么类型的贷款，收取按揭初步程序的手续费。经纪公司倾向于选择新世纪这样的公司：他们办事速度快，有时还会免除繁琐的住房评估。

买房变革就在眼下：那些从前在贷款时遭受银行歧视的借贷人们，现在买房却能够轻易拿到贷款。移民大量涌入南加州，房价水涨船高，身负重债和信用记录不佳的人们也在努力购房，莫里斯们在房贷浪潮中淘到了宝物。

利润源源滚入，新世纪执行总裁们在加州尔湾（Irvine）选了一套黑玻璃塔作为公司总部，还带着公司两千名销售人员在巴哈马群岛包船巡游。随后，他们又在巴塞罗那的一座火车站开办庆典，邀请顶级房贷生产商参观保时捷驾校。按照公司一名前计算机专家的说法，他们创建了一种“奢侈文化”。

新世纪这样的出借商们降低了借贷门槛，完全脱离了从前的行业准则。而

监管人也对它们睁一只眼闭一只眼，新世纪一跃成为全美第二大次贷出借机构，同老字号的国家金融公司、汇丰控股平起平坐。华尔街为此大为折服，有着辉煌记录的对冲基金投资商大卫·艾因霍恩（David Einhorn）也购买了新世纪股份，加入了公司的董事会。

截至2005年，新世纪贷款中约30%为仅付利率型，贷款初期，借款人只需支付利息，本金则可先搁置一旁。但如果选择此种贷款，一旦到本金拖延期限，借款人就需要面对付款急剧增长的情况。无独有偶，新世纪公司40%以上的房贷都是基于借款人的上报收入，无需证明。

截至2005年，"非优先级"按揭就已占全美贷款的25%，相比之下10年前只有1%。三分之一的新按揭和房屋净值贷款为仅付利息型，2000年则还不到1%，同时，还有43%的首次购房者未支付首付。

监管者也没有对此严加管制，反而煽风点火，看到自有住房的美国公民从10年前的64%上升到69%，他们欣喜若狂。2004年，美联储主席格林斯潘在演讲中称，借款人会从可调利率按揭中大受裨益，虽然这种贷款在某些人看来存在较大的风险，而英格兰央行（Bank of England）也竭力抵制。8天后，格林斯潘对自己的这段评论加以解释，说他并不是看不起那些更为保守的固定利率贷款。但是，他能说这些，就说明在他看来房市并无危险可言。2004年秋，他又在银行家协会的年会上表示，"全国范围内严重的价格扭曲简直是天方夜谭。"

美联储也没有压制次贷产业，就算人们越来越多地开始用房贷买车，他们也不予限制。许多州中，就连电气技师和美容师也要比兜售房贷的人们受到更严格的审查，接受更多地培训。几年后，格林斯潘说："我没有预见大幅下滑，因为价格从来没有发生显著下降。"

出借商愈发猖狂，最大的原因是现金一股脑儿地都涌到了公司面前。按照通常的说法，就是"现金流走过华尔街"。新世纪发行按揭后，就会和其他公司的按揭捆绑，然后转手给美林、摩根士丹利、雷曼兄弟来换取资金。新世纪用

这笔钱经营，再去签新贷款。准国有企业两房——房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）为了推动增长，再加上希望“居者有其屋”的政客们怂恿，也如饥似渴地购买高利率按揭贷款。

新世纪这样的公司将贷款转让给两房和其他饥渴的华尔街投行，就不必过于担心自己售出的贷款可能会不回账。他们就好像扔烫手的山芋一样，把贷款抓紧抛出。而在这个体系中，几乎没有任何制衡。房产评估师给房子开出夸张的价格，为按揭贷款铺好路，因为他们知道就算他们不跟风高估，竞争对手也会做出夸张的评估。

以雷曼兄弟为代表的银行都乐意购买尽可能多的按揭贷款，毕竟山芋一般不会到他们这儿就没处扔了。华尔街以这些房贷作为原材料，衍生出一系列“证券化”投资，再转让给投资商。其实这是美国的拿手好戏：将按揭和其他贷款切分成复杂的投资，再取上个高深莫测的名字——比如住房抵押证券（mortgage-backed securities）、债务抵押债券（collateralized-debt obligations）、资产担保商业票据（asset-backed commercial paper）和拍卖利率债券（auction-rate securities），然后再将其卖给日本的养老基金、瑞士的银行、英国的对冲基金、美国的保险公司和全球范围内的其他公司。

虽然这些投资工具通常不在公共交易所进行交易，而大部分投资商和房主也并不明白这些交易背后的错综复杂，证券化程序却没那么神秘。

工作机理如下：华尔街公司设立投资机构，购买几千笔按揭贷款及其他形式的债务；这些贷款要求定期付款，于是就有了收入。这些公司随后在现金付款池（pool of cash payments）中将利息出售给投资商，创造出迎合各种口味的投资。虽然这一大笔债务年利率可能高达 7%，有些投资商仍不知足，希望能有更高的盈利，如 9%。而高利率也存在高风险，如果借款人开始停止支付按揭，现金付款池收入低于预期，投资商就被置于最危险的境地。穆迪或标准普尔可能只给出这部分资金 BBB 的评级——仅次于“垃圾债券”。

而其他的投资商呢，可能会满足于 7%：在评级降至 BBB 前，他们都不会有所损失。因此，这些投资就会需要更高的评级，如 AA。但是也有一些投资商以保险为重，满足于每年 5% 的盈利，他们就能从资金池中得到更高评级的

投资，如 AAA。

这些打包的资产池中，几十部分的投资所有权都通过典型的证券化得以创建，大都得到了 AAA 或近似评级，而且都是按照资产池预期收入支付投资商利息。如果一个普通的蓝领工人将他每月 1 500 美元的收入交付给新世纪，他和其他买房者的签下的支票就会进入这些“结构化”的投资工具，然后按照级别支付持有人，首先是持有资金池上层的 AAA 评级资产所有权的人们，然后就是 BBB 和 BBB- 评级资产的持有者，确保顺阶而下，上层先得到全额支付。而损失的渗透则是自下而上。因此，评级高，就先得钱，但利润小；而评级低则最先蒙受损失，但却有可能获得最大回馈。

华尔街公司为了尽量避免损失，就保证这些证券所得一定有盈余收入，以防问题出现。还有一种方法，就是在其中掺入其他收入，比如对汽车贷款甚至飞机租赁的所有权。这些贷款的来源遍及全国各地各种贷款机构，以保证其多样化。由此产生的投资产品被称为资产支持证券（asset-backed bond），这样叫是因为这些债券背后需要一系列按揭贷款和其他资产支撑。

通过这些机构，华尔街就将一摞摞高风险按揭贷款包装成了华丽的 AAA 级投资——然而金玉其外，败絮其中。一般情况下，银行设计这些证券只是为了迎合信贷机构的高评级要求。他们从糟粕中“炼取”了真金。

30 年来，市场上将贷款“证券化”成的投资越来越多，证券公司、投行和商业银行都积极寻找抵押贷款和其他金融资产来包装成新投资。2000 年股票大跌之后，证券化市场中的收入对公司来说愈发重要，他们更愿意购买各种按揭，尤其是那些高利率贷款，来作为上述投资的支柱。

房市泡沫的形成

对投资者来说，证券投资魅力无穷。股市行情不容乐观，投资房产及相关产品看似明智之选，因为其他的债券投资收益都不及房产。喜剧演员乔恩·斯图尔特（Jon Stewart）后来曾这样戏谑：单是按揭贷款的香味，就能把大家的口水都勾出来。大家普遍坚信：因为证券化过程中会将不同等级的贷款分成几

万份，这样就非常有效地将借款人的风险分散到全球几万投资商手中。就算有点小感冒，也不会有人因为流感丢了性命。

投资商沉迷于按揭相关投资，非常重要的一点原因，就是穆迪标准普尔等机构为这些贷款池冠以高评级——他们就是靠这个吃饭的。机构中的分析师们对债务投资调查可谓兢兢业业，就算发出个警告说他们可能对评级做出细微调整，之前也得钻研上几个礼拜。投资商就问了，如果这些名声显赫的评级机构为一笔按揭相关的投资打出AAA，那这投资能差到那儿去呢？（其实，这些评级公司有免责条款，白纸黑字地写着：评级纯属个人意见。）很多投资商甚至不知道自己做的是住房相关投资。他们看重的仅仅是高评级，有些在华尔街上各个交易所签下了长期订单，购买所有AAA评级的美国国债，然后出让换取让人艳羡的收益。

若非购房者热情似火，房地产泡沫肯定早就爆破了。房价飙升，为房主们创造了一种财富幻象，更让他们不存钱、超支消费。工资水平停滞不前，首次置业变得困难重重。但人们没有被高额房价吓住，而是高筑债台，买下自己的第一套房，搬入他们的理想居室：安上大理石厨房柜台，不锈钢厨房设施，平板电视和环绕声系统。借款人很多情况下要求的贷款远远超出他们的支付能力，为了得到买房资格，有时甚至夸大自己的工资水平和其他财政信息。

贸易出版物《房贷金融内参》（*Inside Mortgage Finance*）数据显示，到2005年，出借商已贷出6 250亿美元次级贷款，这是当年按揭贷款总额的五分之一。美国住房价格在前一年的基础上上涨了15%，平均价值是年收入的2.4倍，相比之下，前17年的平均价值不过是年收入的1.7倍。

看涨的人们却坚信价格还会继续走高，他们说，几十年了，还没有房价全国范围内下降的情况出现过。30年代过后，价格持平基本上已经是糟糕之极。许多专家至多也只是承认，某些地方市场中存在泡沫。

然而房产市场过热的现实已然无法忽视。2005年末，阿尔伯托·拉米雷斯（Alberto Ramirez）和妻子罗莎开始找房子的时候，期望非常现实。夫妇二人在加州桑塔克鲁斯（Santa Cruz）附近的沃森维尔（Watsonville）与另一对种植蘑菇的夫妇集资从事农业，以采摘草莓为生，每人每周进账300美元，觉得他们

可以承受3 000美元的月付。一家代理向他们展示了霍利斯特市（Hollister）一套4室2卫的房子，售价72万美元，他们听了脸都吓白了——夫妇俩可是没有任何资产，还带着6个孩子，根本没钱付首付。

尽管初期月付4 800美元，代理商还是向他们承诺，没问题。新世纪公司提供的零首付按揭贷款有一个选择是“惹麻烦利率”，月付将高达5 378美元，但是代理却说他们可以进行重新融资，“把月付降低到3 000美元以下。”罗莎·拉米赫回忆道。

重新融资就这样没了后话，就算削减开支也无济于事。买房一年之后，他们就再也无力承受了。

华盛顿互助基金（Washington Mutual）的贷款代表还曾为一个声称收入达六位数的借款人拿到贷款，不过这人的职业可是有点诡异：墨西哥街头音乐歌手。这位代表也不能确认他的收入情况，于是给这个歌手穿着墨西哥街头服饰在屋前拍了张照，贷款就这样批下来了。

泡沫中的无奈和机遇

人人都在畅饮房贷美酒吗？也不尽然。

许多交易商都看到了房产泡沫，但是只有极个别的几个人认为泡沫会破裂。即使持怀疑态度，他们也觉得高调做空房市没什么好处。大家都看涨市场，交易商如果唱反调而又错了，非但失去赚的盆满钵满的机会，还自毁前程。他们有可能会在经济下滑期赚钱，但是谁知道经济下滑期什么时候才能到来呢？他们看跌所带来的盈利很可能也会用来冲销公司在其他领域的损失，工资也就仍然不见涨。在华尔街，激进动作可不是长久之计。所以就算看空，也只能冷眼旁观看涨人士的猖狂。

有些人坚信房市崩溃就在眼前，却也无可奈何。你是可以卖掉房子，然后去租，但这就得收拾好东西，带着家人孩子离开邻里告别朋友，这可不是什么好玩的事。房价的期货市场从来就没能迅猛发展。卖空置业公司和出借公司倒是还有可能。某些看空人士喜欢做所谓“信用违约掉期”（credit-default swap,

CDS）的衍生品投资，也就是次贷行业中公司债务的一种保险。但房价下跌，对这些公司也未必总是不好：市场不景气，他们反而可以从竞争对手那里抢到生意，或者将自己手中的客户转让给大公司。况且，市场中也没那么多公司债券；创造信用违约掉期合约保护不存在的债券，谈何容易。

做空高风险按揭贷款似乎是金融贸易商最高调的举措，但拿到"按揭支持债券"或几百笔不同等级风险的资产池的所有权，用来卖空或创造信用违约掉期来保护这笔债务却是个更大的难题。有时候看涨投资商会买下一整期住房抵押证券，而且不用来向外借贷，让其他投资商卖空无门。

于是，在按揭债券的世界中，很少会有几个专家肯吃力不讨好地预测房价走向。利率和通胀的方向对这些债券来说，似乎比房市的健康程度更为重要，而房市似乎一直没什么大问题。大部分分析师甚至都不知道全国范围内回赎权取消的水平，也不知道房价升值在各地的差异，他们更愿意思考哪一笔按揭看起来更有吸引力。他们陷入对按揭世界中的枝枝叉叉的分析不能自拔，甚至忘了外面还有一片森林。

看空投资商在你追我赶的房产市场上扮演了减速带的角色，他们团结起来反对一个部门或一家公司，对市场中人提出怀疑，从而向他们施加了压力。2005年冬，好几位银行家聚首共进晚餐可谓历史，因为此前投资商做空房市或做空膨胀的次贷债券池几乎毫无可能。从这里，我们也看到房市飙升的部分原因。

约翰·保尔森一直希望能够通过一次大手笔改变自己在华尔街上的地位；这次，他将会寻找一条做空房市之路。他会怎么做呢？况且，房产市场一路飘红，保尔森却忙于别处，这就让他的目标更加挑战重重。

The Greatest Trade Ever

第3章

选择一条做空房市之路

可能有一种方法能够更好地保护公司的投资组合。为什么不试试信用违约掉期呢？如果MBIA出现问题，债务贬值，保尔森的这些CDS就能赚取1亿美元，而他们需要做的，不过是每年支付50万。保尔森和佩莱格里尼摸着石头过河，想方设法地要在房产市场赚个盆满钵满。

业务显起色

对房产投资的热潮，约翰·保尔森最初也就是一时有兴趣；这不过是疾驰而过的特快专列，而他在等待多年来一直搭乘的慢车。按揭贷款、金融衍生品和房地产这些浑水他不趟，地产的热潮中，他大都置身事外。他已经够手忙脚乱了：新世纪伊始股市跳水，合并减少，像保尔森这种做并购投资的，日子都很难过。

但保尔森越来越有胆子，用与竞争对手不同的手段玩弄并购于股掌。如果推测某并购条款可能会实现，他就开始卖空注定要被收购的公司——这一步棋，大部分竞争对手可都不愿意走。因为保尔森早期在贝尔斯登也做过并购，买下肯定会被收购或者接受竞价收购的公司头寸，正是他的专长；单单把投资在许多公司中间平均分配，就太无趣了。

由于采取了这样的手段，保尔森在2001年、2002年两年收益5%，而与此同时，他的竞争对手却步履维艰。投资商开始注意起这家公司，2002年年末，公司的资产提升到3亿美元。

然而保尔森却觉得自己是带着镣铐的舞者，无法将自己的才能发挥得淋漓尽致。

“我不想就这样狭隘地被套在并购套利里。”保尔森说，“我本事大着呢……高盈利、破产、套利……我总有些怀才不遇的感觉。”

在格鲁斯时，保尔森曾做过一些债务投资。市场萧条，他就饥渴地将目光

锁定在了一些垮掉的债券上。但限于自己基金的原则，他只能做有股份转手的合并等案子。然而，他找到了切入点：一些处境不佳的公司寻求破产保护，他们的债务被用来交易新的股份——保尔森告诉他的投资商们，这不过是另一种形式的合并。

因此保尔森购买了一些困难公司的债务，如安然（Enron）、世通（World-Com）、AT&T 加拿大和欧洲电信供应商马可尼公司（Marconi Corp.），几乎都是跳楼价。后来经济状况好转，债务升值或被用做交换价格已经攀升的股份，保尔森公司狂捞一笔，2003 年盈利 20%。

此时，保尔森管理着 15 亿美元，基金圈外的朋友听起来觉得这个数字已经大得吓人了，但是跟对手比，就相形见绌了。公司只有 9 名员工，保尔森经常亲自出马参加同各个公司的会议，人家其他基金的年轻分析师在前排大吼大叫，保尔森却在屋后毕恭毕敬地提问。他的基金在圈里只能算是无名小卒，他担心一旦行业整合，公司就无法生存了。

“为了生存，我就必须要把生意做大；不好不坏的，肯定得遭排挤。”他回忆道，“我想要在这个行业中成为一名更重量级的选手。”

保尔森后来居上，就好像上大学的时候和第一次在华尔街找工作的时候一样。刚出道的投资商不再一股脑儿地做合并了。这个圈子里，姜还是老的辣；有些公司被华尔街的大人物掌管着，如乔治·索罗斯、理查德·佩里（Richard Perry）、保罗·都德·琼斯（Paul Tudor Jones），同他们竞争并非易事。

“那些领军人物都是来自大型的风险套利公司，比如高盛。”保尔森回想，“他们一旦走到了前面，一旦从基金会或者“基金中基金”那儿分到资金，又能有良好的业绩，其他人就求入无门了。”

保尔森的外部营销专家彼得·纳维罗（Peter Novello）坚决地告诉他可能投资的客户：保尔森和其他的投资商不一样。可能他在新兴市场这种风险领域取得的成绩没法跟对手相比，可能他的盈利也比那些广撒网的投资商更加难预测。他现在是不鸣则已，一鸣必然惊人。纳维罗对客户们这样保证。他说：“给保尔森一次机会。”

“约翰凭着自己的信念投资。”一天，纳维罗对几位投资商说，“他有投行业

务背景，而不是跟其他人一样交易员出身。”

不过一旦谈到他的复杂贸易，保尔森就表现出了他的非凡才能：用极其简单的语言，头头是道地解释自己的动作，就好像自己是一名人气教授，在讲述一门极富挑战性的课程。数字似乎是属于保尔森的语言，他能够轻松地翻译给那些懵懂的听众。

“10 秒钟，他们的眼睛就亮了，”纳维罗说，“真的特别容易理解。”

一天，一位打算投资的客户理查德·利波维奇来到保尔森的公司，两人拟定一小时的会谈。他很别扭地坐在保尔森办公室的老爷椅上，想在咖啡桌上做点笔记都很费力，他就纳闷了：保尔森办公室里能有考尔德真品，怎么就不能买个正儿八经的会议室来招待客人呢。

“我觉得好像在看医生。”利波维奇说。

一步入正题，两人就热火朝天地谈起来了。本来只打算谈 1 个小时，但 4 个小时过去了还没结束。天都黑了，两人还是兴高采烈。保尔森声情并茂地仔细阐述了他所做的贸易中间会有什么样的迂回曲折，利波维奇被深深地吸引住了。

“他根本就没有走的意思，我就也不想走了。”利波维奇回忆道。

其他的投资商则被保尔森让人难以置信的自嘲深深吸引住了，无独有偶，他还将自己过去的失败经历同成功一样坦诚相告。纳维罗说，他是“我们遇见过的最佳着装的主管之一。”

保尔森的业绩越来越抢眼，引起了投资商的重视。2004 年，公司资产猛涨到 30 亿美元。可是保尔森并没有就此放纵，而是更本份。有时候朋友想起他单身年代的花天酒地，都会投来嘲笑。他说话更注重分寸，更严肃，而不像从前那样，时不时开几句玩笑。朋友们看到他的衣柜中一件件暗色西装和领带，开始暗地里叫他“送葬男”。保尔森告诉一个朋友，一旦听见他说脏话就得提醒他，而且和曾经的狐朋狗友克里斯托弗·霍恩伯格断绝了联系。

朋友们觉得保尔森成熟了很多，也更加注重控制情绪。他开始转向更为

健康的生活方式，少食多餐，整日只吃健康食品——早饭一片水果，午饭沙拉和鱼。加餐时间，他在小摊上买一包葡萄或者樱桃什么的。他鼓励手下的工作人员一起健康饮食，给他们发了好几本关于提倡素食、健康进餐之类的书籍，比如科林·坎贝尔（Colin Campbell）的《中国健康调查报告》（*The China Study*）和罗伊·L（Roy L.）和丽莎·瓦尔福德（Lisa Walford）合著的《抗衰老计划》（*The Anti-Aging Plan*）。

一天，他看到公司的股票交易员凯斯·哈南（Keith Hannan）在办公桌前吃比萨，怒火中烧，他说："吃吃吃，你就吃死吧你！"

有些员工开始把吃非健康食品转入地下，有时藏在抽屉里，但是哈南几个人则开始跟起了保尔森的风。

团队中有几个人认为，因为保尔森的父亲过世的早，所以他才会对健康食品这么感兴趣。但是保尔森却给了他的投资关系领队吉姆·王（Jim Wong）另一种解释：

"他告诉我，'如果我能活得长点，我就能赚更多的钱。'"王回忆道，"他好像在开玩笑，又不像在开玩笑。"不过我们可以由此知道，保尔森的动力从何而来。

保尔森的热情开始转移到了家庭生活上。大部分晚上他都是箭步冲回家，陪伴妻子珍妮和两个小女儿。某次一家经纪公司在犹他州赞助了一场滑雪，那么多投资商都去了，不过只有保尔森把妻子带去。这还不尽然，他开始每年夏天都带着妻女出国旅行。

虽然公司每年揽入几千万，大家对保尔森公司的看法仍旧存在折扣。他还是用着那些破旧的家具，包括 1994 年从布鲁明戴尔买来的黑色皮革沙发。不过，对保尔森来说这倒没什么稀奇，他一直都喜欢保留身边的东西。几年来，他都开着自己那辆 1986 年买的美洲虎，里面还用着母鹿皮的座套。这是他的第一辆车，就算车子出了问题，他还是恋恋不舍。一次他从南安普顿驾车回纽约，引擎不幸着火，保尔森只能把车子扔在了路边，然后这辆破车就烧成了一片火海。

"对于那些我觉得有价值的东西，我都会很有感情。"保尔森解释。

他经常徒步上班、参加会议，有时会在路上碰见客户。有的看到保尔森很惊奇，纳闷他为什么不像其他的对冲基金经理一样，以车代步。

2003年，保尔森出差去英格兰，顺便去彼得·索罗斯在英伦乡间的居所拜访。晚饭期间，保尔森起身走进了旁边的一间屋子，预定回家的机票。他没有订湾流的航班，而是用了45分钟同美航的代表在电话上争论不休，买下了一张更实惠的商务舱回美国。

“还有更优惠点儿的吗？”保尔森问。

索罗斯在另一个房间中听在耳里，一边摇头一边微笑。

他要的“甚至都不是一等舱”，索罗斯回忆说。

保尔森关注房产市场，看到了2004年房价的上涨。他卖掉了自己位于苏荷区的公寓，净赚100多万美元。然而这时，保尔森对房市还没有心生警戒，他只不过是需要为家庭提供更大的空间。找房子的时候，保尔森听说市场中一家贬值的房子——纽约上东区，第五大道旁边的一套2 650平米的6层豪宅，而且还配有室内游泳池——不错，这房子有一段凄惨的过去。

1916年，传奇建筑师德拉诺（Delano）和阿尔德里奇（Aldrich）为贵族银行家、饲马师威廉·伍德沃德（William Woodward Sr.）建造了这栋房子，是当时美国最大的住所之一。他的儿子小威廉（William Woodward Jr.）和演员模特出身的妻子安曾在这儿开办了许多场豪华派对。但是一个晚上，两人在长岛的别墅过夜，午夜时分，安说，错将丈夫当成了小偷，举起手枪就射死了眼前的威廉，流金岁月此后一去不复返。《生活》杂志将此称为“世纪射杀”。陪审团审定安无罪，但这个故事中疑团重重。过了一段时间，杜鲁门·凯普特（Truman Capote）出版了一本书，寥寥几笔记叙了1975年的这场枪杀案。没过多久，安饮弹自尽。

此案过后，他们在纽约的宅子就成了新虹桥俱乐部（Town Club），会员在这里饮酒作乐，豪赌桥牌，房子日渐没落。

保尔森仅用了1 500万美元就成功拿下——原先的要价可是2 700万。

关于房市的警告

纵使买房子捡到了便宜，保尔森却开始嗅到房市的疯狂。他听说，在南安普顿和他的宅子差不多的地产卖价已经高达10年前的5倍、7倍，甚至10倍之多。开发商和买主似乎都卷入了建房买房的狂潮。

“这根本就失去了控制。”保尔森回忆当年，“房产升值和人们收入的比率太可怕了。”

保尔森觉得自己能够再捡到便宜，于是卖掉了南安普顿的宅子。后来，他听说附近有漂亮房子，但要价1 300万美元，着实把他吓到了。最后，他决定还是租房。

而其他人则在狂潮中丢失了自我。保尔森的一个朋友从一位农民手中花了300万美元买下了一块45公顷的用地，以900万翻利卖出。然后这块地产马上就以2 500万的价格再度转手。房价的急剧升值让保尔森目瞪口呆。他也告诉过朋友，入市须谨慎，但朋友们却对他置之不理，认为可用地面积有限，价格上升是迟早的事儿。

“我说了多少遍了，‘这势头不可能长久’，但是大家都当成耳旁风。”保尔森回忆道。

这个时候，保尔森对高端市场的关注还没有扩大到整个国内，而且他这个时候还在一门心思搞合并投资，无暇顾及这些。但是一天，他接到了一位老朋友的电话，于是一切都发生了改变。

财务官佩莱格里尼

2004年春，保罗·佩莱格里尼（Paolo Pellegrini）拿起电话，心里暗自盘算怎样才能从保尔森手中讨到一个职位。当年在哈佛商学院时，学生们曾经成立起职业网络——而这个网络，为保尔森的对冲基金带来了一名首席财务官。

然而，佩莱格里尼并没有抱太大的希望。他同保尔森已经多年没有共事，联系也不是特别紧密。他已经寄送了几百封求职信，却无一回应。他觉得自己根本不够格被保尔森看上眼。

但是他的存折里面已经分文不剩，没有什么选择的余地了，他决定豁出去了。他感觉，保尔森会嘲笑自己的冒失。然而，保尔森接到他的电话却似乎很开心。不过，他接下来可没告诉佩莱格里尼好消息：我们已经没有空缺职位了。

“分析员总要吧？”佩莱格里尼马上回问。

保尔森听起来有几分尴尬。

“保罗，那些工作是留给刚毕业的毛头小子的呀。基本上都是脏活累活儿，而且还不参与决策。”

“这没什么。”佩莱格里尼回答，尽量地让自己的声音充满热情。于是，保尔森就约他小聚。

两人在保尔森的办公室中见面，保尔森表现得很友好，但却有些不近人情。

“你这些年都在干什么啊，”保尔森扫了一眼佩莱格里尼的简历说，“离开贝尔斯登后，估计都在混日子吧。”

其实还真是这样，佩莱格里尼想。

“但是，你脑子好使，工作还很努力。”保尔森接着说，“正好，这些日子一位年轻助手离开了基金，去商学院进修，留了个职位空缺。”

保尔森带着两个助手为佩莱格里尼准备了一场面试。这是佩莱格里尼成功的最后机会——他曾经也是前途无量，后来却日渐堕落，现在几乎惨不忍睹。

1957年，佩莱格里尼出生于罗马，5岁那年，他身为物理学家的父亲乌姆博托（Umberto）得到米兰传统工程名校米兰工学院（Politecnico）的聘请，于是举家迁入米兰。此外，乌姆博托还开办了一家公司，起初是为意大利部队加

工电子设备，后来生产了意大利第一台微型计算机。佩莱格里尼一家住在学校附近，生活惬意，时常在阿尔卑斯山的多洛米蒂地区（Dolomites）滑雪。但是乌姆博托生性不适合做资本家，比起赚钱，他对工作带来的对技术、对头脑的挑战更感兴趣。佩莱格里尼的母亲安娜（Anna）在一所高中教生物，自己也做些研究，同丈夫一样，对金钱不感冒。

佩莱格里尼一家的态度，从许多方面来讲，都是当时意大利经济动荡的体现。当时，许多地方政府都限制外币持有，还采取了其他限制措施，希望根除恶性通胀。

保罗打小就跟父母的观点不甚相同。6岁那年他就用积木搭起了一座银行，让父母吃惊不小。12岁之后，他就在父亲的工厂干活儿，编写计算机代码，而且对商界表现出了极大的兴趣。

"我当时一直很喜欢钱。"佩莱格里尼回忆道，"父母对金钱一直是禁欲心理，我觉得我是有点叛逆吧。"

保罗念书的时候成绩优秀，尤其擅长数学和物理，但是上了高中，他的成绩就开始下滑，因为对意大利文学、哲学、拉丁文和希腊文这样的课程他实在是没什么兴趣。

每逢暑假，佩莱格里尼都在各大跨国公司的意大利分部工作，不然，就会在父亲的公司里写代码。

"编程序的时候，我学会了分解问题，开动脑筋证实想法，解释原理，还有做模拟实验。"佩莱格里尼回忆，"父亲就很会解决问题，我觉得这也有遗传因素。"

在米兰大学（University of Milan），佩莱格里尼终于可以学习自己喜欢的计算机和电气工程专业，成绩名列前茅。大学暑假期间，他曾经在惠普法国分部实习，还有一次在波士顿的霍尼韦尔公司（Honeywell）打工。

在意大利，大部分学生毕业后都参军，但佩莱格里尼在意大利上的大学是5年制，已经比美国的同龄人落后了一年，他也很心急想要赶上。因此，他在荷兰一家计算机器材公司找到了一份入门级的工作。他没多久就觉得无聊了，干了两年就辞职去哈佛商学院进修。

虽然母语不是英语，佩莱格里尼学习却不费力。一年级他就拿到了学校的奖学金，一位教授评价他“数学思维非常创新”，从未有过这样优秀的学生。

“他呀，我可忘不了，特别着呢。”商学院教授埃隆·柯尔伯格（Elon Kohlberg）说。他说佩莱格里尼“让人见了就心烦，聪明反被聪明误。不管见着什么东西，他总是能挑出刺儿来。”

柯尔伯格说，当时哈佛有一门课叫计量分析，可后来很多学生都抱怨难，所以只能取消。然而佩莱格里尼这门课却好得出奇。

商学院一年级暑假，佩莱格里尼在贝尔斯登的投行部工作，与约翰·保尔森在同一个办公室。他开发了一个非常详细的合并生意专门数据库，给保尔森留下了很深的印象。

在哈佛上学的时候，佩莱格里尼不太喜欢跟同学交往；他比一般的学生都要大一点，而且担心自己的英文水平。长着一米九大个子的佩莱格里尼更喜欢一对一的交流。不过，他发现自己意大利口音的英语对某些女生格外有吸引力。他约过很多同学，后来爱上了班里的克莱尔·古德曼（Claire Goodman）。她是州议院罗伊·古德曼（Roy Goodman）的千金，佩莱格里尼经常为她补课。

两人的关系突飞猛进，古德曼性格开朗，佩莱格里尼内向，两人正好互补。一年后，两人喜结连理；约翰·保尔森也去参加了婚礼。1985 年，佩莱格里尼以优异的成绩从哈佛毕业，夫妻两人搬去了纽约。他在狄龙·里德投资银行公司（Dillon, Read & Co.）找到了一份工作，古德曼也进入了第一波士顿银行（First Boston）。

佩莱格里尼似乎平步青云，没多久就晋升，加入了狄龙·里德的兼并和收购部门，随后又被大名鼎鼎的拉萨尔兄弟银行（Lazard Freres & Co.）挖走，进入海外收购团队。拉萨尔兄弟公司中没有保险业的专家，于是担子就落在了佩莱格里尼肩上，而他也非常乐意在新的行业中迎接挑战。

佩莱格里尼的客户和同事都很赞赏他独特的风格。他总是衣冠齐整，热情四溢，对生意充满激情，竭尽全力让买卖双方达成协议。他曾经和大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank）的资深银行家大卫·尼尔森（David Nelson）共

同处理一笔交易，本来大家都不抱信心，佩莱格里尼却让各型各色的交易方都达成了一致，谈判桌上，让大家啧啧称赞。

“保罗不是那种传统的投行家，他总是充满活力，甚至有点浮夸，但是他总是特别精力充沛。”帮助佩莱格里尼处理一些保险收购融资的尼尔森这样评价他，“大部分人都是那种盎格鲁撒克逊[①]式的正经八百银行家，但是保罗却是那种不同寻常的帅气小伙儿，还带着罗马人的风格，意大利的口音，简直一个谈判杀手。”

可佩莱格里尼却不熟悉美国的社交习惯，不太容易劝服自己的客户。有一次，他同一家大型保险公司的两位执行总裁一起看篮球季后赛，可是比赛夜却喋喋不休地讲话，一个劲儿地谈论自己唯一熟悉的那名球员。

佩莱格里尼为了不冷场，最多也就是说：“您喜欢芝加哥队是吧？”

佩莱格里尼还会讲一些尖锐讽刺的笑话，这在意大利蛮吃香，却让美国客户怒火中烧。

在拉萨尔，一起工作的一个个同事都节节高升，佩莱格里尼却原地不动。人们觉得他做事拖拖拉拉，工作也不再顺心。他开始对同事大发脾气，觉得自己的口音也成了绊脚石：客户们听他讲话，都不认为他能够理解复杂交易背后的细微差别。

“大家都排斥我，这不是我的主场，客户听了我的口音都不信任我，觉得我的理解会出现问题。我的生活平衡就这样被打破了。”他说，“那些公司再也不会第一个考虑我，我就算阅历丰富，也没什么用处了。”

对于公司如何融资、如何采取创新合并结构，佩莱格里尼的新点子可谓层出不穷，但银行业的真实情况却让他不知所措。他想要集中精力，处理重点问题，却忽略预约这样的细枝末节。于是，客户开始质疑他的能力。有一次，佩莱格里尼带着一群拉萨尔资深银行家去罗马参加一场重要会议，结果他却不知道怎么把他们带到会议现场。大家都迟到了半小时，都很郁闷。

“大家都觉得这是罗马，我肯定认识路，其实我还真不认识，尴尬死了。”

---

① 盎格鲁–撒克逊人的祖先来自欧洲大陆，是日耳曼人中的盎格鲁人、撒克逊人。

他说。

佩莱格里尼曾请过一位老师教自己怎样成为“倾听者”，来更好地理解客户，理解他们的需要，还请了一位教练纠正自己的发音。然而，他说话没法一点口音都不带。有时他在公共场合感觉不自在，却不知道怎么表述，给人感觉笨头笨脑。

然而，佩莱格里尼签下了一笔笔保单，在公司的地位芝麻开花。1993 年，他已经有望成为公司合伙人，接踵而来的必然是财富和地位。那一年，拉萨尔的资深银行家菲利克斯·罗哈汀（Felix Rohatyn）同施乐公司（Xerox Corp.）首席财务官同佩莱格里尼开会，就正在走下坡路的一家人寿保险子公司出售的可能性进行讨论。然而，佩莱格里尼的竞争对手也不容小觑——摩根士丹利的明星银行家加里·帕尔（Gary Parr）；当时正有传言说拉萨尔正在追求帕尔，很可能让他接替佩莱格里尼来管理保险团队。佩莱格里尼不想承担这个任务，但却无法脱身。

为准备会议，佩莱格里尼调查了施乐人寿保险的资料，发现公司存在许多深层面的问题。但是他还是努力在施乐的执行总裁面前表现出乐观的态度，说合并眼下正风靡，鼓励他们也加入这一波浪潮。

“在这个市场上，狗屎也能变成宝贝。”佩莱格里尼激昂地宣扬自己的观点。

突然，屋里一片沉寂。施乐团队长大了嘴巴。佩莱格里尼居然用这么粗俗的比方，他们也还真没以为公司能差到这个地步，觉得很受侮辱。佩莱格里尼想补救，可是为时已晚，覆水难收。

没过几天，他强势的阿根廷老板路易斯·里纳尔迪尼（Luis Rinaldini）把他召进了办公室——施乐公司想要他滚蛋。当时，佩莱格里尼就十分确定，他曾经光明的未来现在处于水深火热之中。

“我觉得这可以说给我上了一课，总有人瞅着机会把你拉下马。”佩莱格里尼回忆道，“我知道，我的事业出麻烦了。”

祸不单行的是，佩莱格里尼的婚姻也开始出现裂痕。所谓坏事传千里，拉萨尔公司的人很快就知道他家里的事，两人过了一阵子也离婚了。佩莱格里尼

跟两个小儿子感情特别不错，总把他们带到办公室，向同事们炫耀儿子们的能耐。他展现出了自己温柔的一面，让同事们对他的看法有几分改观。

但是后来，肯德里克·威尔逊（Kendrick Wilson）接手拉萨尔的投行团队，佩莱格里尼的压力越来越大。威尔逊从前在越南的美国特种部队当过海军，为人严肃，对佩莱格里尼和他的宏图壮志也没什么耐心。一天，佩莱格里尼向威尔逊建议改善员工股票期权计划，觉得这样的计划同样适用于客户。威尔逊却不以为然，冷言相讥，告诉佩莱格里尼：管好你的合并吧。

“你就别瞎操心了行吗？”威尔逊说。

佩莱格里尼却不愿意在老板、同事，还有对手的面前后退一步，甚至在小分歧上也是如此，他的态度十分固执。拉萨尔的一些员工，还讨论佩莱格里尼和另外一名顶级银行家克里斯·弗拉尔斯（Chris Flowers），私下里说他俩大声嚷嚷。有一次，威尔逊听一名客户说佩莱格里尼在公司中对别人态度很恶劣，于是再也受不了他了。1995 年，他不顾佩莱格里尼 9 年老臣的情面，炒了他的鱿鱼，告诉他：这活儿不是你干的。

“他很聪明，分析也超级厉害。”威尔逊回忆道，“但是他就是那种标准的意大利热血青年，总是走到死胡同里。”

佩莱格里尼评价起这件事情，则更加直接：“他不就觉得我一无是处吗？”

这一年，佩莱格里尼 38 岁，再次单身。他在公寓里举行了一场派对，想多认识些朋友，却怎么也高兴不起来，自己躲到了小角落里。他的事业也没有什么希望。拉萨尔是华尔街的顶级公司，但是当了 9 年副主席都没有提升，不免引起大家纷纷猜测。

然而，佩莱格里尼的鸿鹄之志未曾消减。他和从前在贝尔斯登的同事比尔·迈克恰克（Bill Michaelcheck）在百慕大开办了一家保险公司，在对冲基金中投资保险金，全心投入开发新的复杂模型。迈克恰克把这项投资分离出来，觉得还算成功；但是佩莱格里尼可不这么觉得，没几年就离开了。

职场失意，情场得意。1996 年他娶了纽约地产大亨路易斯·鲁丁（Lewis Rudin）的女儿，贝斯·鲁丁·德伍迪（Beth Rudin DeWoody），两人在百慕大举

行了婚礼，由前纽约市长大卫·丁金斯（David Dinkins）作证婚人。这下子，佩莱格里尼相当于“嫁”入豪门了。

他可没有宽下心，而是开始担忧，如果德伍迪离开他，他该如何是好。他401(K)计划[①]中的退休金大都用来支付两个儿子的抚养费，他们念的还都是美国价格高昂的私立学校。当时签下抚养协议的时候，佩莱格里尼还在拉萨尔工作，赚的钱也比现在多得多，这下子，他可是成了业内的笑料。

夫妻两人挥金如土，买了不少价值连城的艺术品，举办了很多次派对，还买了一栋豪华公寓，账单上的数字突飞猛进。佩莱格里尼喜欢穿昂贵的衣服，努力在外表上跻身名流。但看到自己的收入这么可怜，实际上是德伍迪家的“啃老族”，就不禁觉得可悲。他失去安全感，觉得婚姻也不踏实。佩莱格里尼总是想法子让德伍迪家给他一些钱投资股票，但是却遭到拒绝，德伍迪家非要他拿出证据，证明自己真能赚钱。看到很多跟自己一般年纪的人失去了饭碗，佩莱格里尼就开始担心自己也会沦落到那个地步。他求着德伍迪，让她修改两人的婚前协议，要求多拿些钱，说现在这样子不是鼓励离婚吗？但是鲁丁公司内部的律师却不肯点头。

德伍迪努力想要让丈夫增加点信心：“你现在需要好的环境，当大家都开始相信你的时候，你就不需要再跟客户周旋了。”她说。

可是他仍旧不踏实。“德伍迪的很多朋友都把老公甩了，我特有压力。”他回忆道，“我觉得自己很软弱，根本就是可有可无。”

2000年，佩莱格里尼终于有些把持不住了，半夜三更把德伍迪叫起来，要求修改婚前协议，还要挟说不然就离开她。德伍迪这个时候已经受够了，她没理会佩莱格里尼，于是他就径直走了出去。几天过后，他也想让妻子回心转意，

① 401K计划，也称为401K条款，是指美国1978年《国内税收法》第401条K项的规定。该条款适用于私人公司，为雇主和雇员的养老金存款提供税收方面的优惠。按该计划，企业为员工设立专门的401K账户，员工每月从其工资中拿出一定比例的资金存入养老金账户，而企业一般也为员工缴纳一定比例的费用。员工自主选择证券组合进行投资，收益计入个人账户。员工退休时，可以选择一次性领取、分期领取和转为存款等方式使用。

但是她再也不想忍受他这种不安全感，决议离婚。

“其实我本来可以处理得好一些。”佩莱格里尼承认。

佩莱格里尼搬出了格雷斯广场（Gracie Square），开始在威斯切斯特安定下来。他从同德伍迪的离婚协议中拿到税前300 000美元，这笔钱差不多够他撑到退休。佩莱格里尼的人生追求中，虽然金钱是重中之重，但幸福的家庭生活对他来说也同等重要。可是现在呢，他可是赔了夫人又折兵。

“我45岁了，却没什么身家。”佩莱格里尼回忆，“我也觉得我这人压根没希望了。”

然而此时的佩莱格里尼还是高见连篇。他想到了用“数据套利”（statistical arbitrage）来进行股票交易，虽然也挣不到什么钱。麦克恰克马里纳投资公司（Mariner Investment Group, Inc）旗下的特里卡迪亚（Tricadia）对冲基金给佩莱格里尼好好上了一课，让他了解了公司所涉及的证券化债务和信用违约掉期（CDS）。

但是在特里卡迪亚，佩莱格里尼建议公司想办法做空抵押债务凭证，却得罪了不少人，虽然当时公司就有人在购买创建这些债务。佩莱格里尼希望为公司建立一家分公司，专做衍生品，却没能成功，于是他又丢了饭碗。塞翁失马，焉知非福，不然保尔森才没有机会跟两位主管安德鲁·霍恩（Andrew Hoine）和迈克尔·沃尔多夫（Michael Waldorf）一同面试佩莱格里尼。

面试一开始，霍恩和沃尔多夫就问佩莱格里尼，对欧洲各大行业看法如何。佩莱格里尼一问三不知——他最近可都是在做CDS交易呢。其实他可以谈谈其他领域，忽悠忽悠，但是他却表现的特别自大，想要以此弥补。面试过程中，他看见了霍恩和沃尔多夫愤怒的眼神。

之后，佩莱格里尼在家里等了好几天，希望能够接到保尔森的电话。他几乎都放弃了。面试过去了10天，他终于听到了铃声。“你小子真行，我这儿的合作伙伴都被你气疯了，”保尔森说，“你要是不这么混，不早就有工作了？”

“我又不是故意的啊。”他轻声回答。

保尔森同意给佩莱格里尼一次机会。手下却不是特别喜欢他，但保尔森却抱着赌一把的心理，觉得作为分析员，他聪明、受过好的教育，很可能就是一

笔财富。他告诉佩莱格里尼，想搞明白并购套利这门学问，可能得花上一年，他们张开双臂欢迎他。那一年，佩莱格里尼47岁，比保尔森小一岁，有这么一个机会也让他非常兴奋，他要证明，自己的辉煌还没有结束。

用CDS备战房市

刚到保尔森公司的那几个月，佩莱格里尼压力很大。他担心像在拉萨尔一样，因为细节问题出什么岔子，于是每天早上6:30就来到办公室——那个时候，通常公司到岗的员工还寥寥无几。佩莱格里尼希望，保尔森来上班的时候，他已经可以呈递上几个建议。此外，还有一个原因：佩莱格里尼发现，要是早到，在离公司步行需要15分钟的57大道和麦迪逊大街交叉口停车，只需18美元。要是7点之后到呢，费用就要加倍了。佩莱格里尼不知道这份工作能干多久，所以只能在用度上省着点儿。

保尔森公司为员工在当地一家高级餐厅提供午餐，佩莱格里尼就敞开了肚子吃。晚上8点钟左右，佩莱格里尼回到韦彻斯特郊区马马罗内克镇（Mamaroneck）的家中后，一般就随便填填肚子，吃点番茄沙拉、奶酪面包。

他租的房子只有一间卧室，连电视机都没有。选的这个地方，临近火车站和他最喜欢的高尔夫球场。闲来无事的时候，佩莱格里尼就阅读美国经典作家的作品消遣，比如伊迪丝·沃顿（Edith Wharton）和亨利·詹姆斯（Henry James）。从前念书的时候，他很少有机会接触这些。从这些故事中他找到了一些共鸣，觉得他们都是那种一心想要跻身上层社会——包括纽约贵族世界——的圈外人，他在拉萨尔兄弟公司没能成功攀上去，跟德伍迪婚后也没有在那儿取得一席之地。

“有的人很成功，很乐观，而在另一端的人们，却是一直在追赶，我能看到人和人之间的界限。”佩莱格里尼说，“实现不了理想和期望，真的很让人心痛。”

在住的地方，佩莱格里尼没什么朋友，但是儿子们却会经常在那儿过周末，睡在客厅的沙发床上。佩莱格里尼觉得，人生转折点离自己越来越遥远，但是

他却不死心，不想放弃。

“我必须得想个法子留在美国，养活我自己。我也不想去什么别的国家，要不然就见不到孩子了。”他说，“就这样，我一直坚持了下来。”

佩莱格里尼没日没夜地分析国际并购案，但是对公司也没什么好建议。他本来以为可以很快赶上进度，但是没有，保尔森对他很失望，他也对自己很沮丧。保尔森跟投资商会面的时候，总是会带上几个助手，炫耀下他们的学历和背景。佩莱格里尼虽然大他们 20 多岁，却经常被留在办公室里。他没有怨言。

“我的经历实在没有什么可炫耀的。”佩莱格里尼说，“我能干一些实事儿，但是不擅长跟客户交流。约翰能给我这份工作，能支持我，我就感激不尽了。”

有时候，保尔森的一举一动已经说明，他不是很关注佩莱格里尼，但是佩莱格里尼却没有注意。不管怎样，他放下心来了。

保尔森把精力放在并购交易上，有人觉得他很荒唐，觉得保尔森这是置手边的财富不顾。2004 年底，在南安普顿的一次鸡尾酒会上，保尔森和杰弗里·塔兰特两人站在角落里讨论房产市场，觉得房市已经过热到了一定程度。这时，斯蒂芬·凯斯莱（Stephan Keszler）手里拿着一杯酒晃了过来。他足有 1.9 米高，长得很是帅气，皮肤白皙，是慕尼黑人，喜欢穿看起来很旧的牛仔裤和亮蓝色的外套，在南安普敦很有名气，大家都知道他是位成功的房地产商人。12 年来，他都在购买、翻新这儿的房产。

凯斯莱也进来插了几嘴，对朋友的忧虑，他很是不屑。

“你们这些家伙想做什么，赚 10% 还是 12%？这有什么意义吗？你们就不能目标定得更高些？”他问道，“我现在每年 25% 的利润，再过几年，我手中的钱可就翻番了。”

听了这话，保尔森和塔兰特心里不是滋味。上高中的时候，妈妈奚落两句，就觉得难受；但是在南安普敦，嘲笑投资实力，应该算最打击人的了。

“那是您觉得。”保尔森回答，“不过可别说我没提醒过您小心为妙啊。以前房地产也有下滑期呢，这次凭什么就不会悲剧呢？”

凯斯莱笑起来，然后摇摇头，走开了。

保尔森担心房地产，有一部分原因是美联储终于开始提高利率，这终究会促使出借利率升高，经济的大酒杯这下子可就没了。

“利率提高，谁最容易受到影响？”回到办公室，保尔森问公司的员工。

许多顾客以前还债已经很不容易，这下子利率提高了，他们应付会不会有困难，保尔森觉得是个问题。他告诉公司的一位交易员，投行和金融公司已经负债累累。有的每1美元的股权中就有25美元的资产，要是利率提高，他们也很容易受到影响。

他开始考虑为公司买入保险，以防经济中的借贷出现大问题。其实他并不孤独，很多人也跟他有一样的担忧。许多投资商都买入了标准普尔500的“卖权”合约——也就是股市下跌时价值上升的期货合约。这些合约一时间炒得火热，保尔森都买不起了。

保尔森考察了一些金融服务公司的卖空股份，但是一些公司最近拿到了收购要约，股价不跌反升，让卖空人士亏得灰头土脸。那还有没有更好的保险呢？

2004年10月的一天，佩莱格里尼鼓起勇气，在走廊中拦下了保尔森。其实他当时还担心着自己在公司的地位。他告诉老板，可能有一种方法能够更好地保护公司的投资组合。为什么不试试信用违约掉期（CDS）呢？

保尔森团队其实并不十分熟悉信用违约掉期，他们只不过模模糊糊地知道，这是用来保护债务投资的一种工具。虽然最近几年CDS合约大幅升值，在他们看来仍旧是一个复杂而神秘的世界。保尔森和大部分投资商一样，不喜欢做“衍生品”投资——叫它们“衍生品”，是因为它们的价值实际随一些基本资产而上下浮动。

佩莱格里尼从前工作的时候，曾对CDS交易有所了解，他也告诉老板自己很愿意提供帮助。他说，CDS之美在于它们就像保险——年金是唯一的开销，而不像卖空股票，如果股价飙升，还要承受惨重损失。

佩莱格里尼想知道老板是什么反应，担心自己会不会太轻率。但是保尔森却喜欢鼓励员工，让他们在解决问题的时候采取新方法，他看起来也有点被打动，脸上露出了一丝微笑。他让佩莱格里尼调查一下，怎么才能买到保护金融公司的 CDS 合约。这些金融公司债台高筑，让保尔森忧心忡忡。

其实佩莱格里尼也不太清楚信用违约掉期（CDS）到底怎么交易，他不过是从前在特里卡迪亚的时候看过别人做这笔买卖罢了。为了弄懂信用违约掉期的里里外外，他特意从几家经纪公司请来专家讲解。保尔森公司购买的一笔 CDS 所保护的一家叫做 MBIA 的公司，对这家公司所有的激进性抵押贷款债券都提供了保护，价值 1 亿美元，年金却只需 50 万。也就是说，如果 MBIA 出现问题，债务贬值，保尔森的这些 CDS 就能赚取 1 亿美元，而他们需要做的，不过是每年支付 50 万。保尔森觉得，做这样的生意，完全无需考虑。

接下来的两个月中，MBIA 公司利润攀升，债务价格仍旧强劲，保尔森和佩莱格里尼这才知道，卖空一家公司还真不容易。没多久，他们的头寸就有了些小损失。他们发现，所保护债务愈发成熟，CDS 保护的价格就随之跌落。保尔森和佩莱格里尼摸着石头过河，想方设法地要赢过房产市场。

而在北加利福尼亚，华尔街疯狂交易市场的千里之外，另一位投资商已经早在保尔森公司之前，把目光盯准了房产市场，他觉得，自己找到了一笔千载难逢的交易。





第4章 失败的迈克尔·伯利

在华尔街疯狂交易市场的千里之外，另一位投资商也把目光盯在了房产市场，他觉得，自己找到了一笔千载难逢的交易。也许可以做空抵押贷款本身呢？他拨通了一位贸易商的电话，问是不是可以为高风险的按揭池购买CDS保护。交易员回答说，银行也许能开发出这样的CDS合同，但是制定如此复杂的协议还需时间。

迈克尔·伯利和 CDS 合约

1971 年，迈克尔·伯利（Michael Burry）出世。刚出生的时候他的眼睛是钢青色，斜眼特别厉害，父母看到后很担心。纽约宾厄姆顿附近约翰逊城（Johnson City）的一位儿科医生告诉伯利夫妇不用担心，说这孩子左眼虽然弱视，但是长大了慢慢就好了。可是詹姆斯·伯利（James Burry）还是不放心，总觉得儿子出了什么事情。

孩子出生之后的那一年，詹姆斯和太太玛丽奥（Marion）带着他看了无数个医生，但是总是没有得到宽心的解释。最后，一位眼科专家诊断出，迈尔儿患有视网膜神经胶质瘤——这是一种危险系数很高的癌症，在儿童中出现比率仅为 1/20000。于是，他们驱车 3 小时来到纽约市哥伦比亚长老会医学中心（Columbia Presbyterian Medical Center in New York City），为孩子做了左眼球移除手术，以免癌细胞扩散。

还没到两岁，迈克尔就配上了一颗玻璃做的假眼球，看起来和真眼球差不多，当时已经相当难得了，但是美中不足的是，这颗眼球无法转动，一看就知道是假的。

后来，迈克尔觉得带假眼球不太舒服，他的视觉深度很差，总是会感到眼眶灼痛，上着课经常疼得去校卫生室看医生。二年级某一天，一些高年级孩子把迈克尔团团围住，大声对着他嚷嚷“拿出你的假眼睛！”小伯利虽然不愿意也只能乖乖地拿了出来。他本来就不想被人注意，现在却成了大家的笑料。

1977年，迈克尔快7岁的时候，父亲转去一家北加州的IBM工厂工作。当时伯利一家又添了3个男孩，6口人搬去了硅谷的中产城市南圣何塞（South San Jose）。迈克尔在公立学校念书的时候，IQ测试结果出奇地高，于是被安排在了“高级科学数学班”。他识字晚，但一直没松懈，没过多久就读书读得津津有味了。他尤其喜欢那些逃避现实的奇幻故事，还有体育明星的自传。

为了保护眼睛，小伯利被迫带上了厚厚的安全眼镜。他很不喜欢，觉得特别丢人，有的时候会把这副丑八怪眼镜摔得粉碎，然后告诉父母，玩游戏的时候摔坏了，盼着他们千万不要再去配一副。

玛丽奥在宾夕法尼亚州威尔克斯-巴里（Wilkes-Barre）一个贫穷的天主教家庭长大。她给儿子们买衣服，都是从南圣何塞的打折店里。伯利家的孩子们上学的时候，总是遭到班里同学的嘲笑——他们可都是生于工程师家庭，不然父母也都是在当地的科技公司工作。迈克尔觉得很害臊，总是躲着某些同学。

“能算得上我朋友的从来就只有一两个。”迈克尔回想，“大家都不太爱跟我玩。”

父亲总是工作到很晚，母亲大学时主修生物，后来又重新回到学校攻读博士，下午大都也是一头扎进图书馆。伯利放学后，还要去3个弟弟的朋友们家里把他们一个个接回，热上饭菜，大家边看电视边吃。吃完饭后，还要帮助弟弟们做功课。

父母经常争吵，迈克尔在隔壁卧室，全都听在了耳里。5年级结束后的那个夏天，父母离婚了，迈克尔和弟弟们随父亲搬到了附近一个镇上。父亲是他家中的第一个大学生，为人严肃刻板，不喜欢看到儿子们无所事事，更不喜欢看到他们把时间浪费在电视上。为了不让孩子们闲着，他会让他们下午从屋子后院里把砖头搬到屋子一边，第二天再累死累活地搬回去。逢周末的时候，他还经常把屋门锁上，逼着他们在外面玩。

每年夏天，詹姆斯都要带儿子们去内华达山区（Sierra Nevada Mountains）露营，在一个军用帐篷里挤上几个星期，还带上他们的黑拉布拉多猎犬。海军出身的詹姆斯教小伙子们用弓箭射野鹿，还领着他们在山间小道和泥泞的便

道上骑 80cc 的雅马哈摩托车。每次他们都会有一晚从树林里出来，去附近下馆子。他们身上破破烂烂，不断招来周围客人的目光。迈克尔露营的时候还会背上一包书，就着篝火读上好几个小时，这样就不用去拾柴火、打扫卫生了。父亲看到他逃避责任，非常生气——他虽然尊重教育，但觉得只要一天到晚坐着，就不是什么好事儿。

> 一天，迈克尔读报的时候，看到了商业版里的股票价格，问父亲这是什么意思。詹姆斯对股市总是持怀疑态度，但还是指出了军用吉普车制造商美国摩托（American Motors）的标志，当时是 4.625 美元一股。看到儿子居然对这个感兴趣，詹姆斯很生气。可是迈克尔却关注起美国摩托的股价来，每天都要瞄上几眼，一年来，股价每发生一点变动他就很兴奋。父亲说股价变化，公司财富就会受到影响，他也感到特别神奇。

不出时日，迈克尔就恋上了赚钱。有的时候他会洗干净一美元的钞票，用毛巾擦干，然后放在书架上的厚书的夹页里，好让钞票焕然一新。他周末和假期打零工，包括在当地一家 IBM 研究实验室里做一份小工，每小时赚 11 美元。他开始有了自己的小银行，开始投资共同基金。有一次基金暴跌，他想方设法地想弄明白其中的原因，父亲就指着他说道：

"我跟你说了多少次了！这玩意迟早把你的钱都吸干。"

迈克尔在圣特蕾莎高中（Santa Teresa High）念书的时候，父母复婚了，但还是没完没了地吵架。迈克尔用体育运动作为逃避方式，加入了在当地非常有名的南谷水上运动俱乐部（South Valley Aquatics）。他按照队中的作息制度，每天凌晨 4:30 就起床锻炼，游上 5 个来回。他在激烈的竞争中连连胜出，得到了教练的啧啧称赞。

在学校里，迈克尔比从前喜欢发表言论了。他成绩越高，父亲就允许他回家越晚；于是，迈克尔马上就将学习成绩同自由划上了等号。他认为如果自己的成绩足够好，就能选择一所离家比较远的大学——他需要的动力仅此而已。

他几乎门门优秀，还在SAT[1]中答出了高分。慢慢地长大了，迈克尔就适应了自己的假眼，用起来更加自如了，这又给了他些许安慰。

一次当地的游泳比赛中，伯利的老师将他介绍给了哈佛大学的游泳教练。这位教练觉得伯利很有希望被哈佛大学录取。一位英文老师很支持他，帮伯利向哈佛大学寄送了申请书。不过很意外，他的指导老师没有填完表格就提交了，因此哈佛将伯利拒之门外。虽然最后也得到了加利福尼亚大学洛杉矶分校的录取通知，伯利还是一连好几个星期闷闷不乐。

伯利随着班里的大流，在加利福尼亚大学洛杉矶分校选择了医学预科，这么做，其实也是为了让父亲高兴。但是他跟班里同学处的并不好，阳光灿烂的南加州，根本找不到归属。大部分时候，同学们晚上都会出去参加派对，而伯利却总是在宿舍的自修区向他们挥手告别。

有些人觉得，伯利骄傲自大、木讷呆板，他也不知道怎样才能改变同学对他的看法。好像他的脑子就是缺根弦。大学一年级的时候，他曾经说学校的医学预科好像太简单了点。还有几次，他说学校里的本科生太懒，还嘲笑同学浪费那么多精力进入兄弟会姐妹会。

他强迫自己学会倾听，不要每次都一个人喋喋不休，但还是觉得跟同学合不来。几年过后，伯利看医生的时候才被诊断出患有阿斯伯格综合症（Asperger's syndrome）——这是一种自闭症，要是患上了，就会出现社交困难。

他和加利福尼亚大学洛杉矶分校的老师关系也好不到哪儿去。3年级，他主修英语，一位助教认为他在学期论文中抄袭。其实那教师也没什么证据，就是说，"反正我觉得本科学生写不出这种文章。"

差不多也是在那个时候，受到投资界精英的影响，伯利又重新燃起了对股市的兴趣。他觉得傲慢也好，不善交际也好，只要能赚大钱的对冲基金经理就是好经理。赚大钱似乎是成功最实在的衡量标准。

他用暑假打工赚来的钱开了一个经纪账户，跷课去关注他的投资组合。到

---

① SAT，全称Scholastic Assessment Test，中文名称为学术能力评估测试。由美国大学委员会（College Board）主办，SAT成绩是世界各国高中生申请美国名校学习及奖学金的重要参考。

了学期末，就从同学那儿买课堂笔记，临时抱佛脚应付考试。

过了一阵子，伯利就转到了经济学专业，但还在医学预科班玩票。1991 年，伯利被范德堡大学（Vanderbilt University）医学院录取，日后在这儿也算事业有成。当地的眼科整形医生成功地将他长期睡眠状态的眼外肌肉连接到了一颗氢氧根磷灰石球上，植入了他的左眼眶，还做了一颗更加逼真的假眼作掩饰。手术过后，伯利的眼球第一次能够自然转动了。

伯利在医学院读到第 3 年，父亲患上肺癌，没多久就去世了。这发生的很突然，伯利甚至都没有机会说声再见。葬礼上，他泪流不断，哽咽着连悼词都没能连续读下来。

父亲过世后，伯利一直不跟人交往。同学觉得他难以接近，他也不去费心改变别人对他的看法。班里都是俊男靓女，而且也特别聪明。他总觉得自己低别人一等。

伯利没有用父亲的遗产来清还自己的高额学生贷款，而是全部投入了股市，在其中寻找安慰，也希望能赚到一笔。他热切希望同别人分享自己刚刚萌生的投资观念，就开办了一家谈股论金的网站，每周都发表几篇长文。几个月后，MSN 在线的执行主管偶然浏览了伯利的网站，邀请他为成为 MSN 的专栏作家，每字 1 美元。

“每字 1 美元？我可是很能写啊。”伯利玩笑道，他“见钱眼开”了。他给自己起了个笔名叫“价值博士”（The Value Doc），开始对各种股票品头论足。

伯利文笔很粗糙，而且对市场的理解也存在很大的漏洞。但是他会去对一些不被别人在意的股票做非常有价值的调查，而他的见解也很能引起读者的共鸣。

晚上，伯利经常去逛一家办公用品零售店，从一个货架走到另一个货架，看看有没有什么新商品，想象着自己经商的感觉。他的举动引来了商店员工的主意，但过了没多久，他们就发现这个人不是来闹事儿的，于是就随他去了。伯利的生活现在除了做股票分析、在网上发帖，还要应付要求很高的医院实习。他很少跟同学们在一起消磨时间。

1997 年，伯利医学院毕业，欠下了 15 万美元的助学贷款。他在斯坦福大

学医院（Stanford University Hospital）找到了一份病理研究的住院医师工作，搬回了童年居住的圣何塞，从弟弟那儿要来一间门厅旁边的卧室。

当年秋天，在一位朋友的怂恿下，伯利在征婚网站Match.com上发布了一则征婚启示。他的广告直接坦率："我，单身，独眼，欠了一屁股债。"几分钟后，伯利就收到了一位黎德英（Anh-Thi Le）女士的电邮。她在附近帕洛阿尔托市（Palo Alto）的一家理财公司工作，看到这样一则完全不夸大自己的优点、反而把自己说成这么差的征婚广告，觉得非常好奇。两人闪电恋爱，3周后就订婚了。

在斯坦福大学医院期间，伯利觉得自己在医学上没法儿跟同事们比，因为他们精力更加集中在学术上。而他自己呢，却通过买卖股票和网站专栏每周赚好几千美元，足够买一辆道奇达科塔（Dodge Dakkta）货车，还有不少盈余可以挥霍。

每早开车去医院上班，伯利都会路过硅谷的中心地带，瞥见世界上最具声望的风险资本投资公司。硅谷的科技产业生机勃勃，但伯利却觉得自己不属于这里。1999年一天的下午，10来个医生挤在诊所的一台小计算机前，看到创造科技奇迹的阿特梅尔公司（Atmel Corp.）公司的股价上扬，欢呼雀跃。他们讨论着应用材料公司（Applied Materials）、思科系统（Cisco Systems）和宝利通电话公司（Polycom），这3只高科股哪只更有吸引力。伯利当时已经转去了医院的神经科，但晚上还发表专栏文章，说那些高科股被高估的离谱；但是到了上班时间，他却咬紧牙关，生怕别人知道他还在做兼职。

2000年春，网络泡沫爆破，他的医生同事们突然间蒙受巨大损失，伯利更加相信市场肯定会走极端。那个时候，他照看完病人很晚才回家，然后挑灯夜战在个人网站valuestocks.net上发表文章。

2000年6月，伯利29岁，在斯坦福大学医院的住院期结束，再也不想从医了。当时他和黎德英已经结婚，黎德英也搬去了伯利父母的房子，和他的弟弟生活在一起。

虽然伯利不知对冲基金为何物，却曾经读到过沃伦·巴菲特的创业故事——和一名合伙人白手起家，为自己和其他人投资。伯利觉得自己也想做这样的

事情。他为自己的贷款申请了一年的延期，家里也同意购买他公司的小额股份，让伯利做下尝试。黎德英把自己退休金账户中所有的钱都给了新婚丈夫，好让他能有更多的钱用来投资。他在美国银行的经纪人艾莉森·桑格（Alison Sanger）帮他开户，于是，伯利的对冲基金生涯就开始了。

两周后，一位名叫乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）的纽约投资商拨通了伯利的电话，打破了他卧室的宁静。卧室旁边，赫然摆着一张架子鼓。

“迈克尔，我拜读您的大作有一段时间了，您是弃医从股对吗？”格林布拉特说，他一直以来都在关注伯利的网站，“您真的是非常优秀。我们公司希望能从您的想法中盈利。”

格林布拉特是一家对冲基金经理，刚出版了一本投资书，粉丝还不少。他用飞机将伯利夫妇带到纽约见面，把他们安置在洲际大酒店的顶楼套房中。一个朋友让伯利穿戴齐整些，于是他就在“领带架（Tie Rock）”店中左挑右选，好不容易才买到了一条蓝色领带，就带着走进了电梯。然而，格林布拉特却穿着开领衬衫，他的助手罗布·戈尔茨坦（Rob Goldstein）也不过是毛衣牛仔，看到这一幕，伯利的心就踏实了下来。

格林布拉特也没多寒暄，就告诉伯利，自己想入股他的新公司。

“我出 100 万。”格林布拉特说，顿了一下。

伯利也没有落下节奏，接着回复：“税后。”

他卖给了格林布拉特公司 22.5% 的股份，用收益偿清了助学贷款。他受了特里·布鲁克斯（Terry Brooks）的奇幻小说《莎哈娜后裔》（*The Scions of Shannara*）的影响，将公司命名为塞昂资本（Scion Capital）。伯利将会成为巴菲特、本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）这样投资传奇的接班人，但是他却有自己的道路。回到加利福尼亚后，伯利在一个地处城郊的办公园区租了一间小办公室，离苹果电脑总部就有几个街区之遥。这间办公室从前的主人是苹果公司的联席创始人史蒂夫·沃兹尼亚克（Steve Wozniak），伯利觉得这给办公司添了几分福气。

拉客户可不是伯利的长项，但他觉得，只要自己的业绩足够耀眼，投资商自然会送上门来。公司成立早期，阿凡提软件公司（Avanti Software）高级行政

经理被控从竞争对手公司窃取机密，股价每只下跌2美元，而伯利认为顾客仍需要阿凡提公司出产的软件。因此竭尽所能，购买了尽量多的阿凡提股票。几个月后，股票蹿升到每只22美元——这是伯利的第一场胜仗。

世界通信公司走下坡路的时候，客户催着他去买那些便宜股票。但是他却不答应，因为他不明白为什么这家电信局人的油水会比竞争对手高出如此之多。他觉得公司账面一定掺了水。2002年夏天，世界通信承认造假账，申请破产，验证了伯利的推断。可是他却觉得，自己没从这家公司倒闭捞到钱很懊悔。他不断地问自己：我本来能做些什么呢？

伯利在书店里上下打量着财经书丛，发现了一本超级精华的厚书《信贷衍生品与合成结构：工具及应用指南》（*Credit Derivatives & Synthetic Structures: A Guide to Instruments and Applications*）。书中解释了信用违约掉期（credit default swaps）——也就是CDS——的纷繁世界。这样的名字的确听起来很高深，而且理解起来也的确存在困难。但是伯利却感到，他走进了一个他前所未知的新世界，一个充满可能性的时空。当时，不论是在报纸还是在金融频道，都很少有人提及CDS，而且大部分以做股票为主的投资商甚至不知道CDS的存在，然而伯利发现，在过去10年中，CDS市场从1亿美元猛增到200亿，一跃跻身最大的金融市场之列。

伯利马上认识到，CDS合约和其他日常的保险合约别无二异。购买者同意定期支付一定的费用——这同其他的保险一样——来交换CDS销售商的保护。不同的是，CDS保护的不是房子，不是汽车，而是在投资组合因为公司还债遇到问题的时候，提供一种相对简单的方法，来防止对投资商造成的损害。

如果他持有100万美元的IBM债券，而且担心该公司会拖欠债务，就可以购买CDS合约，每年仅需支付1万美元，就能够得到CDS出售商提供的保障，使自己无需承受IBM违约带来的损失。倘若IBM出现问题，甚至是看起来要出问题，CDS保险合约价值都有望上升。但是如果IBM偿还债务

守时守信，CDS合约到期，卖主损失的不过是年费而已，跟买保险但没有遇到意外是一个道理。

如果股票暴涨，卖空IBM股票就会蒙受巨大损失，但买CDS带来的损失是有上限的。伯利觉得，如果下次他再察觉会有风险，CDS保险似乎就是完美的投资。

到2003年，伯利掌管的客户资产已经有2.5亿美元，年收入500万。他们夫妇二人现在已经生有两个孩子，在附近萨拉托加（Saratoga）的一个高端社区中看上了一套6居室的房子。网络泡沫破灭，影响了房市行情，这栋公寓于是已经在市场上被晾了两年之久。房主要价540万美元，伯利还价380万，双方就拍手成交了。

伯利预感，美国其他地方肯定也存在和自己一样的置业问题，这种感觉越来越强烈。许多投资商都蜂拥买入置业商和其他的房产业股份——因为潜在增长空间大，这些股票似乎价格还算低廉。但伯利在对市场进行一番研究后，越来越怀疑这样的观点。

他开始发掘置业史，探寻为什么一些街区会走下坡路，结果发现。20世纪40年代前的60年内，房价从来没有显著波动过。而正是在40年代，政府开始对回国的军人实行买房补贴。

“上次房市出现难堪状况已经过去60多年了，这让我吃惊不小。”2003年中旬，伯利在给他的投资商的一封长信中发出警告，说房产危机指日可待。“这会儿，家里已经没有什么那个时期的老人了，也就没人告诉这些孩子们房价下挫有多可怕；大家都觉得房产升值自有道理。”

他还读到，近来股票颇为风行的四大抵押贷款保险商之一PMI集团业务已经不单纯局限于为个体抵押买房提供保险，而开始为按揭证券（mortgage-backed securities）——即MBS——投保。伯利做的股票都很容易理解，而MBS这些复杂的债券投资仿佛天外来客一般。

伯利认识到，做房贷的银行和其他借贷机构不再像从前那样，把借据原封

不动地保存起来，而是在房屋卖出后，将八成的按揭转卖给华尔街和其他大型公司，如“两房”。他们囤积了几百份按揭，而后用贷款每月收来的本金和利息做债券投资，美其名曰“按揭证券”，再出售到世界各地。伯利还对不同的按揭证券进行了了解，知道了每笔份额都有不同的市盈率和风险。

PMI 的经理们看来，从 MBS 份额中做空到期未还的贷款，仿佛是他们传统生意天经地义的延伸。但是伯利还是怀疑，如果房产市场降温，贷款人出现麻烦，影响房贷债券面值，PMI 是不是会受到伤害。他回想起世界通信公司的那段经历，于是拨通了自己在德意志银行的经纪人维朗尼卡·格林施泰因（Veronica Grinstein）纽约办公室的电话。

“你们那儿是不是卖信贷衍生品啊？”伯利问，“我要是想买怎么办？”

伯利接下来几个月就购买了 CDS，对价值 8 亿美元债券提供保护，这些债券由一系列金融公司发行，包括 PMI 这样的按揭保险公司，还有房利美这样的住房相关机构。伯利认为，如果这些债务变成不良贷款，保险的价值就会一气冲天；反之呢，输掉的也不过是保险 600 万美元上下的年费而已。2003 年末，塞昂投资组合的 20% 都用来购买 CDS 合约。2004 年，伯利甚至抛出了更大的手笔。这一年房产市场走势上升，塞昂的头寸价值下降，但却未给伯利的投资造成太大的影响，因为组合中还有其他股票，如麦当劳。

2005 年春，伯利已经管理了 6 亿美元资产。他当时还已经同意，在未来 5 年内购买价值共计 1 亿美元的 CDS，对各金融公司发行的 65 亿美元债券投保。可是他的头寸继续掉价。伯利不停地对太太抱怨，美联储主席格林斯潘用住房泡沫掩盖科技泡沫，他说美国迟早得遭罪。

“这根本没道理，这是操纵市场！”他抱怨道。黎德英就点了点头——她对丈夫这种定期发作的咆哮症已经习以为常了。

几年前，伯利在个人网站上发表了一篇关于房产泡沫起源的文章，一位年纪较长的读者发来邮件为伯利敲响警钟：“别光盯着借款人，也小心点出借机构——借款人总是贪婪，所以出借方才需要克制。要是没节制了，那就得小心咯。”

于是，伯利就听了这位读者的谏言。美国银行（Bank of America），摩根

大通公司（J.P. Morgan Chase）和美国国家金融公司这样的传统出借机构当时正在遭到新兴出借公司的排挤，这些新公司名字还特别新潮：比如阿姆莱奎斯特（Ameriquest），新兴金融（Novastar），还有新世纪金融（New Century Financial）。

伯利一页页地翻看着按揭贷款的网站：这些术语虽然不太好懂，但看起来有点让人不踏实。“仅付利息贷款”这个词让伯利想到了20年代按揭贷款推销员上门兜售的情景，后来这种贷款还是被银行取消了，因为借款人根本就偿还不起。伯利在谷歌上搜索了一下quick approval（快速审批）和no down payment（零首付），接着就被词条点击次数震惊了。他发现，一些借款人拿到的贷款比他们购买的房屋标价还要高。而且看起来，其中的一些贷款要求特别低，连拿零用钱的5年级小学生都能符合条件。

伯利在办公室里一坐就是几个小时，他穿着T恤衫，冲浪短裤，踩着凉鞋研究深奥的按揭贷款文件。过一会儿，他关上灯，闭上眼睛，冥思苦想。

他想，出借机构还是没把持住啊。我得好好利用这个机会。

伯利做空各种金融公司，现在还没有收到成效。不过也许可以做空抵押贷款本身呢？他拨通了一位贸易商的电话，问是不是可以为高风险的按揭池——而不是像以前那样为按揭业中的公司——购买CDS保护。交易员回答说，银行也许能开发出这样的CDS合同，但是制定如此复杂的协议还需时间；而且，这样的合约伯利还不能转卖。

伯利说，那算了。他担心一旦上了这条船，就下不来了。如果金融市场震荡，银行遭殃，什么合同都没有好下场。

不过伯利另有打算。他又把电话打给了德意志银行的经纪人，但是这次是安吉拉·张（Angela Chang），伯利说：如果你们银行把这些玩意儿规范了，买卖起来方便了，你要第一个告诉我。华尔街就喜欢整新东西——不良按揭贷款保护肯定是这群人的下一个伎俩，伯利想。

“这是早晚的事儿，最后肯定能卖。”伯利说，“开始了就给我打电话啊。这可是笔大买卖。”

挂掉电话之后，伯利想，这会是我的“索罗斯”交易。

按揭池 CDS 的诞生

纽约。德意志银行交易商格雷格·李普曼（Greg Lippmann）仿佛一直同华尔街格格不入，这会儿，他正同几位同行共谋债务交易改变之道。这次会议，为伯利等那些卖空房产的人们奠定了基础，正如伯利先前预想的一样。

10年前，李普曼第一次走进瑞士信贷第一波士顿，就看起来和这里不搭调。他留着中长发，梳着背头，看起来就像《华尔街》电影里的临时演员。他下巴长长的，显得更加与众不同。而且，李普曼还喜欢穿欧式西装，总是套着松松垮垮的衬衫，从不塞好。他对体育一点都不感冒，别人在交易专柜上说笑，他每次都听得云里雾里。可是，他知道纽约哪儿的寿司最好吃，后来还出版了一本纽约的美食地图，人们因此给他起了个绰号——“生鱼片鉴定家”。

不管是打电话还是在交易台上，李普曼都胸有成竹，同事对他的观点怎么看，他似乎漠不关心。有时候，他特夸张，特造作——比如把“tranche”这个单词的“ch”故意发成清音，好像在提醒同事们：这是个法语词。同事们觉得跟他在一起十分轻松。

“我就觉得他有点怪。”第一波士顿的同事克雷格·克努森（Craig Knutson）回忆，“但是他真的很招人喜欢，根本不管别人是不是接受他的观点，也不管别人接不接受他这个人——好像没他的事儿似的。”

李普曼所作的交易，都是那些风险最大的证券化债券——评级最低，行情好赢得大，不好就第一个受损。这一部分市场几乎没什么活动，李普曼就只能不断地给潜在投资商打电话，把这些不清不楚的债券描绘得诗情画意，使出全身解数劝人买卖。旁边的同事们听他兜售都相当佩服，有的时候惊讶得无以复加。按李普曼自己的说法，他“其实不是经纪人，是艺术品经销商”。

2000年，李普曼被德意志银行聘用，他警告同事们，房车公司的前景可是不容乐观，不过房车市场的看涨架势，马上就把他吓了一大跳：为了表明自己看扁这些公司，他亮出了超低的价格收购他们的债务，当时一位资深销售员就一脸怒容拍案而起：“你当我们傻子啊！”6个月后，房车债务价格果真下跌了。

李普曼后来当上了高级交易员，主管一个经营按揭贷款相关证券和其他复杂债务投资的小组。但是他仍旧不入大流。有的时候，他把鬓角留得又长又厚，一直梳到耳朵，像猫王那样。有时候他还穿笨重尖头的棕色礼服鞋配棕色条纹西装——交易台上他的同事们可都是清一色的蓝色和米黄。

2005年初，36岁的李普曼对公司发展滞后的按揭证券交易失去了耐心。但是他遇到了让大家都感到棘手的问题：市面上没有足够的按揭贷款可供周转。全球范围内，几千名投资商都急切地想买高风险贷款支持的按揭债券，看上了它们的高利率。然而，即便如此，次贷市场也无法满足投资商的要求。

李普曼产生了一个极端的想法：如果我们能够模拟现在的按揭贷款创造一种投资，会有什么样的后果呢？这样，我们无需新的按揭贷款，就能满足这些饥渴的投资商的需求，卖给他们一种"合成"抵押贷款就可以了。

2月，李普曼从贝尔斯登、高盛和一些面对相同问题的公司请来了交易商和好几名律师，在德意志银行的会议室里共商大计。他们围坐在一张金发木会议桌周围，一直谈到深夜，饿了就叫中餐外卖。灯光下，他们终于想出了办法：创建一种标准化的、容易买卖的CDS合约，用来为次贷证券提供保护。没错，这是一笔两方签署的合约，而不是贷款。然而，因为它们是为激进性按揭贷款提供保险的合约，跟按揭贷款就没什么两样，看起来安全就升值，借款人还贷有麻烦就贬值。

"我们就是叫了一些我们觉得会合作的熟人，"李普曼对一名记者说，"说起来还真没什么体面的……就是一堆人边吃午餐，边讨论法律秘密。"

讨论前前后后延续了几个月；接着就有其他银行要求加入。6月，这群人引入了一种新的标准化信贷违约合约，为其提供支持的按揭贷款出现涨跌就能影响这些合约的价格。CDS合约买主如需对100万美元的高风险债务购买保护，就要向合约出售方支付年费。如果债务掉价，一文不值了，保险的出售方将会把100万美元还给买主。也就是说，如果支持CDS债券的现金流出现问题，买方将会直接得到现金赔偿，即所谓的"现收现付"。看涨次级抵押贷款的人们卖保险拿钱，看跌的就可以购买。因为合约已经标准化，就和其他债券一样，非常容易转手。

“超级碗”（Super Bowl）的赌家们在一场比赛中会下一系列的赌注，如哪支球队先进球，每节下来会得多少分等等。李普曼他们创造这种衍生工具，也是为了对单一有限的按揭池进行多层面的投资。CDS是同真正的按揭贷款捆绑在一起——然而现在对次级贷款的保险数量本质上没有限制。最后，伯利和其他的房市怀疑人士找到了一种做空市场的方法，而那些看好房市的机构——如保险大亨AIG——觉得不会出问题，就可以通过出售保险多赚一笔，那儿的计算员们搬出了许多复杂模型，号称住房市场崩溃的几率小之又小。

金融和法律界高人的这一宏伟工程，给次贷市场带来了大跃进——过后的影响也在华尔街和全球经济的上空挥之不去。接下来的几个月里，这些银行家们又创造了类似的合约来为商品房和抵押债务凭证进行保护，甚至还创造了一种CDS保险合约为追踪次级抵押贷款的ABX指数提供保护——ABX指数实际是道琼斯工业平均指数，对高风险按揭做出反映。

李普曼这些银行家们却不知道，他们做出的这些改变将会震动华尔街，摇动各家银行，甚至影响全球经济。他们当时只不过单纯地想向客户出售另一种金融产品而已。

次级抵押贷款证券的CDS交易一开始，李普曼就向一家对冲基金卖出了4亿美元的次贷保护。他根本没注意到，房市风暴就在眼前。

瞄准CDS的伯利

迈克尔·伯利在附近的桑尼维尔市（Sunnyvale）为4岁的儿子做眼科检查。他接到了来自安吉拉·张的电话。于是，伯利走出候诊室，来到不远处的停车场，按下通话键。

“搞定了，迈克。我们已经准备好了出售您说的那种保险。”安吉拉说。李普曼和其他的银行家刚刚完成这种“合成”CDS的手续，准备迎接第一批客户。

伯利难以抑制内心的兴奋。他在停车场踱来踱去，听着张女士为他描述这笔投资的细节。德意志银行可以卖给他对6份按揭证券进行保护的CDS，而支撑这些证券的是最容易出问题的次级贷款，每份面值1 000万美元。德意志银

行已经找到了一家看涨房市的欧洲退休基金，它们愿意出售保险，充盈收益。德意志银行就扮演中间人的角色。这些按揭证券评级为BBB——也就比“垃圾证券”高出一等；而“垃圾证券”就是所谓“投资级债券”的最低等级。可在这家退休基金看来，已经很安全了。

伯利购买了6份CDS保护，花费比伦敦银行间拆借利率（London Interbank Lending Rate）高出155个基点，也就是每年多交155 000美元——6份刚刚不到100万，张女士描述给伯利后，问：“您确定要买吗？”

“确定，确定。”伯利迫不及待地回答。

接下来的几个月，伯利就开始了他的研究，逐字逐句地阅读上百种不同债券池的招股文件，寻找那些持有风险最大的抵押贷款基金。他觉得时间紧迫——几千家对冲基金，还有好多其他的投资商都在找赚钱的生意呢，迟早会看到这些投资。

伯利关注的按揭贷款投资，基本上都是来自加利福尼亚、内华达、佛罗里达等房地产市场泡沫丛生的借贷商。一看见南加州的证券，他就激动万分——因为南加州是次级贷款这场大地震的震中。比如结构性资产投资贷款信托（Structured Asset Investment Loan Trust，SAIL），专业核保及住宅金融信托（Specialty Underwriting and Residential Finance Trust，SURF）和家庭股票资产信托（Home Equity Asset Trust，HEAT），这些都进入了他的法眼。他告诉经纪人，这些按揭资金池的保护，见一个买一个。

伯利问张女士，卖给他CDS保护的是什么人？张回答说，是各机构和欧洲豪门，还有其他的对冲基金。那些人觉得抵押债券能得到穆迪和标准普尔这样评级机构的高评级，就放心出手了。

“哈，他们错大了。”伯利对张女士说。

一天晚上，夜深了，伯利在办公室里，灯光暗了下来，他思忖着，如果自己的分析真的正确，那会怎么样。当然了，这些按揭证券价值飞涨，他肯定就赚得盆满钵满。但是如果房产市场崩溃，跟自己有生意往来的一些经纪公司肯定就会遇到麻烦。可能他们都没法给自己还债了。于是，伯利开始避免跟雷曼兄弟、贝尔斯登这种持有大额按揭证券的公司打交道。他开始集中精力，跟其

他经纪公司做生意。

2005年年末，伯利却发现张女士卖给他的第一批保险所保护的按揭贷款并没有他发现的那些风险大。他开始不再沾手贷款比例很高的按揭池：在这种资产中，买主通常有两笔贷款——其一为买房抵押贷款，其二为首付贷款，即所谓“同步二级资产抵押”（simultaneous second lien）。实质上，这些房子根本就没什么产权，如果房价下跌——甚至持平——这些贷款都存在很大的风险。可是贷款保护还是廉价如草芥，所以伯利就继续买入。他觉得自己好像一个走进了半价糖果店的小孩子，卯足了劲抓糖，生怕别的孩子也发现这儿在减价。难道别的投资商现在就没发现吗？

一笔生意过后，伯利接到了高盛经纪人的电话。

“你干什么呢？你就买吧，买吧。没人跟你这么一根筋！”

“我就买，怎么着。我觉得这整个体系都可以见鬼了。”

伯利感到，自己需要马上扩大交易规模——他坚信这是笔大买卖，甚至是一笔前无古人的大买卖。他开始给客户打电话，同他们会面，想要开创一家新基金，只做按揭贷款保护。他将这个基金叫做“弥尔顿作品有限责任公司”（Milton's Opus LLC），意指17世纪的叙事长诗——约翰·弥尔顿的《失乐园》（*Paradise Lost*）。他说，房市跌倒，天堂就要云散烟消。

2005年末，伯利向他的投资商们写了一封慷慨激昂的信，为新基金招揽生意：

> 市场出钱帮美国在线购买了时代华纳，他们错了。
>
> 市场不看好乔治·索罗斯，看跌英镑，他们错了。
>
> 他们现在面对史上最明显的信贷泡沫却若无其事，他们不可能正确。
>
> 机会难得，能将几乎是无底洞的资本投入巨大的潜在回报的机会更是千年一见。
>
> 今天，选择做空史上问题最大的抵押债券，这样的机会就是千年等一回！

然而，一些投资商们明白伯利在干什么之后，就不高兴了。他们希望伯利集中精力做股票投资，而不是不务正业的去买这些衍生品。很多客户看来，伯利还是从前那个自学投资的医生；他很有天赋，但还在学习。现在他却说，房产次贷部门存在问题。那些从美国著名商学院毕业的投资商们，对华尔街研发的复杂风险模型深信不疑：这是华尔街智慧的精髓，它们可是预测房产相关产业损失根本大不了。可是这会儿，伯利却说皇帝没穿衣裳。很多客户甚至对那篇啰里啰唆的信不屑一读。

他长期的支持者也开始质疑。

“你怎么就这么肯定房市见顶了？”老客户罗布·戈尔茨坦问道。

还有一位投资商搬出了华尔街的复杂模型，说任何住房相关的损失都能够得到遏制，房市降温根本不必担心。

“那您呢，您又是用的什么模型呢？”这位投资商问伯利。

伯利说，华尔街模型，是建立在近 20 年来抵押贷款的业绩基础之上，没有反映出最近激进性住房贷款的猛增。所以这些模型一无是处。

“我这笔生意的逻辑性明眼人都能看出来。”伯利对那位投资商说，“三五年，给我三五年的时间，这笔生意一定能做成。”

在按揭贷款这个错综复杂的世界中埋头苦干这么长时间后，伯利却发现，很多情况下他都没法概括清楚自己的观点。他不能说服投资商，于是失去了耐心，把融资工作交给了团队中的其他人。

每天，伯利都满怀希望地冲进公司首席财政官的办公室。

“有答复了吗？”他在等待新基金潜在客户的回音。

答案却一次次让他失望。伯利买入了一些头寸，2006 年初手中持有 11 亿美元次贷抵押池的 CDS 保护。但是他觉得远远不够。

“这可是我的大生意啊！”他心里很烦躁。

他觉得别人会后来居上，会买下抵押贷款，抬高价格，然后等着房市不景气的时候狂赚，于是开始消沉，开始不愿意跟别人接触。很多天他都是独自在办公室里坐上好几个钟头，关上门，打开立体音响放重金属音乐。音乐声音特别大，员工们都开始担心。过了没多久，大家都开始害怕和伯利打交道。

不出几日，一些抵押贷款保险价格就有些许上升，伯利看了，急得像热锅上的蚂蚁：大买卖眼看就要溜走了。他的办公室中爆发出麦格戴斯（Megadeth）和骚动乐队（Disturbed）的重金属，贝司的声音几乎震动了整个楼层。播放列表上，排在最前的就是金属乐队的《斩尽杀绝》（*Kill 'Em All*）和潘多拉的《地狱牛仔》（*Cowboys from Hell*）。

最后，伯利终于再也受不了这样的压力。他在压抑中爆发，撒手放弃了建立新基金所作的种种努力——因为他找不到足够的投资商来相信他，支持他的看跌论调。







第5章

孤注一掷

他决定拿出自己的钱，为个人账户置办更多的保险，然后随它去吧。他知道自己在孤注一掷。如果想要创造巨大的利润，他就需要向投资商们推销一种专门做空次贷的新基金。从前，迈克尔·伯利想让人们对他类似的基金加以支持却没能成功。现在要賭一把的是，保尔森。

CDS 牛刀小试

2005 年伊始，保尔森对房产和债券市场愈发担忧。房市暴雨是否即将来临，他觉得不好说，也不觉得高风险按揭债券有什么危险。然而，他注意到几片乌云，觉得要找到一把可以遮风挡雨的伞才安心，不然倾盆大雨袭来可如何是好。他只是不知道，这把伞应该去哪儿找。

“总不能做空房产吧。”研究过蓬勃发展的房产市场后，保尔森对一名同事懊恼地说。

佩莱格里尼所推崇的 CDS 保险并没有为公司带来多少好处，但保尔森觉得，购买一些保险保护其他金融公司，倒也没有什么大碍，更何况有的金融公司对债台高筑的消费者特别依赖。因此，保尔森让公司的交易员布拉德·罗森博格（Brad Rosenberg）购买一些 CDS 合约，托住两家大型出借商——美国国家金融服务公司（Countrywide Financial）和华盛顿金融公司（Washington Financial）——的债务。这两家公司，佩莱格里尼已经研究了很久。

但是马上就有谣言称这两家公司可能会接受大型收购，于是股票和债券价格冲上云霄。这对它们债务的 CDS 保护产生了负面影响，保尔森团队觉得情况不好。损失虽然不大，但保尔森基金上半年已经落后于竞争对手了，如果他还指望着把生意做大，就容不得半点错误。

一天下午，佩莱格里尼走进保尔森的办公室，手中拿着一张数据。他来这儿，是想要讨论国家金融公司的最新收购消息——就是这些传闻，让它们股

价不断攀升，导致保尔森公司的进一步损失。

起身出门的时候，佩莱格里尼说：

“要是您担心有人会出价购买国家金融，那我们为什么不想办法卖空按揭证券呢？这东西赔了就赔了——没什么回头路。”

这个词是佩莱格里尼在特里卡迪亚资本公司工作的时候，从前任老总阿里夫·纳亚图拉（Arif Inayatullah）口中偶然听到的。高风险按揭证券支持的保险不会受到个别公司收购的影响，是应对抵押贷款市场中各种问题的完美方式。

佩莱格里尼看得出，保尔森的兴趣马上被勾了起来，他的脸上泛起了微笑。保尔森马上意识到：利率上升，所有的可调整按揭贷款利率就会相应提高，消费者月付继而出现困难。这就会对抵押债券产生压力。

过了没多久，保尔森就兴冲冲地找到佩莱格里尼，告诉他美联储不愿意削减利率，向出借机构伸出援助之手，因为这样会对已经疲软的美元增加负担，引发通货膨胀。因此，利率一旦攀升，许多业主都无法偿还月付，基于这些贷款的抵押证券价值就会下跌。

佩莱格里尼双手赞成。他问老板，公司应该卖空哪只抵押债券，保尔森却似乎没听懂，不明白他什么意思。

“这玩意得有好几十亿美元呢！”

保尔森瞪圆了双眼，说“不可能！”他显然震惊了。

佩莱格里尼也是最近在贝尔斯登好好上了一课，然后跟其他公司联系人交流，参加了一次产业会议后，才知道按揭市场上的这些错综复杂的事儿。了解的内容都很简单，市场的许多细节他也拿不太准，但保尔森公司中，对这个领域略知皮毛的本来就鲜有人在，所以佩莱格里尼也算是个内部专家了。

“我真是大吃一惊。”保尔森回忆道。

接下来的几个星期里，佩莱格里尼又询问了几位专家，包括阿里夫·纳亚图拉，请他们为他和保尔森就这个市场进行更多的指导。

“我发现还有一种单独的次级高风险抵押贷款的时候，真的感到特别振奋。”保尔森说，“这些贷款能切分成18层，真是太不可思议了。我可是从来没见过5级以上的资本结构。”

他催促佩莱格里尼去寻找一种最直接的方法，卖空风险最大的按揭贷款。

“好好找，保罗，给我好好地找。”

佩莱格里尼主要购买 BBB 评级的次贷支持证券保险，也就是评级机构认为稍微比垃圾债券强一点的证券。他没有理会毒性最大的 5%——那些评级不超过 BBB- 的投资，他觉得保护按揭市场的垃圾股开销过大。BBB 证券几乎已经是有毒按揭贷款中最为危险的了。

保尔森为他开了绿灯。“如果出现什么状况，这些证券要想得到支付，可是叫天天不应了。”他对佩莱格里尼说。

但是佩莱格里尼称，为这些 BBB 证券购买 CDS 保险并非易事。市面上出售的证券数量不足，而李普曼正在德意志银行中和同事们努力解决这一问题。佩莱格里尼挖掘出一系列数据，显示证券化次级抵押贷款占市场中 10 万亿美元的 10%，但只有 100 亿美元的 BBB 级证券未清偿。佩莱格里尼和伯利一样，认为可交易的 CDS 合约马上就会出台，到时定会勾起投资者更大的兴趣购买 BBB 证券。他雇用了几名律师，做好了必要的文件，为保尔森公司做好了准备。

一个月后，天气入夏，“李普曼集团”终于出台了第一批 CDS 来对次贷债券提供保护。当时，佩莱格里尼冲进保尔森的办公室，劝他抓紧购买。接下来的两个星期，保尔森去拜访了老东家贝尔斯登，购买为 1 亿美元次贷提供的违约损失保护的保险（CDS），双方定价仅 100 万美元。这有点太便宜了，保尔森就不明白为什么其他人不抓住这些廉价保险，以往万一。

天越来越热，经济也随之升温，保尔森对经济的状态和房市却愈发担忧。晕头转向的投资者们买入 BBB 评级的抵押债券和各种垃圾债券，却不求盈利——这利率仅比超安全的美国国债高出一个百分点。保尔森觉得非常奇怪。国债利率都 5% 呢，怎么还有人买这些利率 6% 的高风险债券呢?

“这就像赌博。”一次会议上，保尔森这样对几位分析师形容市场，“我们需要抛出一切，然后全力做空。”他命令手下的交易员们关闭了几十笔交易。

保尔森让他们找出最危险的投资卖空。

“有什么我们能做的泡沫吗？”

接下来的几个月，保尔森抛出了对经济状况极为敏感的股票，减少了其他

债券持有，如美国最大的汽车部件制造商德尔菲公司（Delphi Corp）。他好像有预感，最起码刚开始是如此。德尔菲每美元的股票价格下跌到65美分。10月，公司问题愈发严重，于是开始寻求破产保护。但是突然之间，德尔福公司的债券价格就开始莫名其妙地回升，让保尔森也不知道如何是好。每美元股票从70美分升至77美分，最后直接飙到90美分。最后，保尔森缴械投降，中止了这笔交易，赎回债券，退款平仓。

教训很惨痛，对这一年来说可以算是雪上加霜。但是保尔森却由此意识到，可以利用CDS合约的优势来表达自己对股市的看跌观点。和卖空股票债券不同，CDS合约造成的损失最大也不过是保险的年费。他马上就皈依了，相信衍生品交易能够带来好处。

实际上，CDS合约的时机还不够成熟。德尔福公司的债券猛涨，有这样一点原因：投资商如果持有对该公司损失进行赔偿的CDS合约，手中则必须有公司债券，在购买CDS保护的时候拿出来呈给出售方。于是，虽然公司已经申请破产，他们却争相买人德尔福债券，哄抬股价。

“真的很浪费——我们下手太早了。”保尔森对另一位分析师说，“市场可是越来越疯狂了。”

2005年，一系列融资合并的公司收购速度让人眩晕，保尔森心里更不是滋味。16年前雷诺纳贝斯克公司（RJR Nabisco）收购案后，113亿美元拿下桑盖德数据系统（SunGard Data System）就成了最大的收购交易，慷慨的出借商和投资商提供的廉价债务融资使得家喻户晓的赫兹公司（Hertz Corp.）和米高梅（Metro-Goldwyn-Mayer）也开始改名换姓。

“这简直疯了。”保尔森把一张椅子拖到布拉德·罗森博格身边，边看商业电视频道的新收购报道边说，“钱都流得没边了，贷款条件怎么这么宽松。”保尔森告诉佩莱格里尼，他们面对的，是一座“流动性之墙”。

说起了华尔街银行的借贷热潮，保尔森摇了摇头：“你们知道这些人举债比是35比1吗？”

罗森博格从网上读到，贷款人无需提供收入或资产证明，即可拿到抵押贷款，他告诉了保尔森。这时，在菲尼克斯、圣地亚哥和拉斯维加斯这些城市，贷款发放形势已经一发不可收拾。保尔森、佩莱格里尼和罗森博格同华尔街的顶级抵押贷款分析师们进行了一系列的会谈，想知道为什么他们就不着急上火。我有什么没注意到的吗？保尔森想。

“看看我们的模型：没必要担心。”贝尔斯登高级分析师吉安·辛哈（Gyan Sinha）在电话中说。“房价什么时候往下走过？”另一位分析师说。其他人则一直强调投资级的抵押贷款投资很少违约。“房价横着走我都不信。”一位专家告诉佩莱格里尼。

“他们都觉得我们疯了。他们没完没了地说‘我们的模型’怎么怎么，说我们胡说八道呢。”罗森博格回忆道。

佩莱格里尼的困惑

在佩莱格里尼看来，过去保尔森基金主打的是合并投资，至于次贷，不过就是玩玩，而现在，次贷投资却成了他的命根子。他对公司合并投资队伍的贡献小之又小，如果英雄排座次，佩莱格里尼就只能在后面的板凳上闲坐。大部分分析师都直接向保尔森汇报工作，而佩莱格里尼却首先得要通过公司研究主管安德鲁·霍恩（Andrew Hoine）这关，好像是补习班的小学生，需要老师个别辅导。

夏天接近尾声的时候，当年给佩莱格里尼腾位置的尼克莱·彼得切尼科夫（Nikolai Petchenikov）从商学院提前一年毕业，回到公司，这更让佩莱格里尼坐立不安。保尔森开始把海外并购领域的重要任务交给27岁的尼克莱，而不再是佩莱格里尼。他在这家对冲基金的机遇，好像突然就消失了。

佩莱格里尼看到了市场上的不祥之兆，他建议保尔森集中精力做次贷和金融，保尔森也欣然答应。

“这可能是我们的宝藏呢。”保尔森回答，鼓励佩莱格里尼再接再厉。

虽然有老板的全力支持，这对佩莱格里尼来说也是个巨大的赌博。合并投

资是保尔森公司的核心业务，而CDS交易相对却没什么分量，说放手就能放手。公司在CDS方面雇用的员工最多也就是一个，所谓朽木难活。佩莱格里尼当时48岁，年薪40万美元——看起来是不少，可大部分都要花在孩子上私立学校的费用上。作为金融业内人士，他的银行账户存款还是少得有点可怜。

"我也不知道能不能在公司长久混下去。"佩莱格里尼回忆道，"约翰对我的工作不是很满意，其实我自己有时候也很泄气。换做其他人，我早就被炒了，约翰是看在我努力的份上才一直没这么做。"

佩莱格里尼相信次贷交易一定会奏效；他只希望能有足够的时间来从中盈利。

"我这儿什么都是悬着的。"佩莱格里尼说。他曾经信心那么充足，现在却身心挫败。

然而，佩莱格里尼的神经并没有绷起来，而是愈发兴奋。他每天早出晚归，无时无刻不在揣摩着住房市场。那年夏天，他和唐纳克兰（Donna Karan）品牌服装零售部主管汉丽埃塔·琼斯（Henrietta Jones）第二次约会的时候，整个晚上都在展示他白天做的房产状况演示文稿；用甜点的时候，他还鼓励琼斯出售她在曼哈顿的公寓。

约会时需要甜言蜜语，利率和次贷产品可不是什么浪漫的话题，但是琼斯却被佩莱格里尼的激情深深吸引住了。

不出时日，佩莱格里尼就发现，他和保尔森真的忽略了一些重要的环节。

11月，佩莱格里尼和几位投资商在曼哈顿中区的君悦大酒店参加了一次会议，由新世纪金融公司总裁罗伯特·科尔（Robert Cole）主持。佩莱格里尼安静地坐着听科尔神采飞扬的陈述，台下乐观的投资商提了些无关痛痒的问题，还有一些观众恭喜科尔：新世纪的客户违约水平能有如此之低。

佩莱格里尼确信他的对手们大意了。

就等着利率重新调整吧。他想。

他忍住没有讲话，以免别人发现保尔森公司的看跌观点，然后蜂

拥去购买保尔森沉迷的CDS保护，哄抬价位。

但是佩莱格里尼心里总是不踏实，觉得自己有什么没注意。他怎么样才能从科尔口中套出这个问题呢?

演讲结束后，佩莱格里尼径直走向讲台，最先引起了科尔的注意。

“如果抵押贷款利率调整怎么办? ”佩莱格里尼问道，觉得自己一刀插入了科尔股市飘红观点的心脏，“还有违约吗? ”

科尔看起来非常平静。

“不，我们直接为贷款重新融资。”他一脸的理所当然。

科尔解释道，新世纪和其他的次贷供应商一样，在再融资的过程中能够收取不少预支费用，因此很愿意在调整到更高利率之前再次为房贷融资，虽然新贷款利率会有所降低，盈利相应有所减少。不过这样，新世纪就能保证借款人仍旧有支付能力。只要抵押住房价值上升，他们就能一直为顾客再融资下去。

“有意思。”佩莱格里尼应承道。

保尔森团队最初认为，利率攀升会给业主带来困难，这看来真是大错特错。佩莱格里尼认识到，假如利率提高，出借商就会为贷款人纾困，让他们以更低的利率为房屋再融资。这样，一波汹涌的违约情况似乎不可能发生，更何况市场上房价一直在上扬呢。

佩莱格里尼感到很沮丧，他马上回到办公室告诉保尔森。

这对保尔森公司可不是什么好消息，而且这消息来得也不是时候。2005年，公司各种对冲基金最多也就有5%的收益，比起其他公司高出9%的业绩，已经相形见绌。华尔街上传言纷纷，说保尔森跟不上时代了。

“当时心里真的非常难受。”保尔森的投资关系主管吉姆·王说。

纽约，康和管理有限公司（Concord Management，LLC）。一位叫马丁·托恩伯格（Martin Tornberg）的助理因为保尔森的表现让人失望，被投资主管骂得狗血淋头。

“咱们投这家基金干什么? ”托恩伯格的老板指着保尔森的一只基金问。托

恩伯格却要求给保尔森一些时间再撤资。

当年年末，甚至保尔森的朋友也开始对他的投资策略起了疑心。11月的一天，老客户霍华德·古尔维奇来到了保尔森的办公室，说公司表现水准不达标，可能是因为低息贷款涌入市场，让保尔森这种保守派投资商在合并和其他领域步履维艰。

“可能这还是一个新天地呢，是吧约翰？”古尔维奇温和地安慰着老朋友。

保尔森告诉古尔维奇，虽然自己的立场不被看好，但是他仍然相信自己没错。保尔森不知道的是，几名其他的投资商也已经开始看空房市，并很快跟上保尔森的步调。

5月，格雷格·李普曼推出完美的住房卖空新方式，他和同事们通过出售对次贷资金池提供保护的新CDS合约，赚取了不少佣金。李普曼当时也管理德意志银行一个贸易账户，起初也加入了这一大军，向为数不多的看跌投资商出售CDS合约。圣何塞的伯利就在这少数人之中。

然而到了6月，李普曼的第六感告诉他：事情有些不对劲。他决定自己做些调查，以确保房地产市场上看涨观点并没有错。李普曼很赏识银行中的徐幼于（Eugene Xu），骄傲地告诉同事，这位上海研究分析师18岁的时候就是中国全国数学竞赛的第二名。徐幼于在加州大学洛杉矶分校拿到了数学博士学位，也许他可以验证一下，大牛市观点是不是正确。

李普曼要求徐幼于搜集尽量多的住房抵押贷款违约数据。换在从前，不论是李普曼还是其他圈里的人，都未曾想过进行考察，因为房市的上升势头仿佛无法阻挡。徐幼于调查后，把全国分为4个区域。他发现加利福尼亚、亚利桑那和内华达这些违约率最低的州中，房价上升势头也最强劲。相反，违约率最高的州中，房价增长也最慢。比如，佛罗里达和佐治亚看似有许多相似之处，但是徐幼于的数据显示，佛罗里达的违约率比后者要低得多，似乎全都是飙升的房价立的功。

房价和抵押贷款违约之间的清晰关系仿佛也不是一时半会儿的事。徐幼于发现10多年来，房价都是造成贷款问题的重要因素，其中包括20世纪90年代早期的房市小衰退年代。

德意志银行的交易大厅。李普曼读过徐幼于的调查结果，吼道："见鬼！要是房价不升，那些家伙不就全完蛋了？"

他这样说看起来的确有道理——但是放在当时却非常极端。大部分经济学家和交易员都认为，包括利率、经济增长和就业在内的一系列因素决定了抵押贷款违约的水平。当然了，的确有一定的房价原因，房价在某个时间也肯定会达到稳定状态。但是传统观点认为，如果其他因素都不发生改变，违约率不应该如此大幅地攀升。

但是根据徐幼于的调查结果，其他的因素远不及房价重要。是的，加利福尼亚与就业率和违约率高的一些其他州并无大异，但是后者房价增长却更加节制。李普曼从中明白，像加州这样的房产热土实际上有很大的不良信贷风险，不是什么好事。如果房价趋于平缓，违约率自然会突飞猛进。

"怎么以前就没有人做过这种调查呢？"他对着徐幼于吼道。就那么一会儿的工夫，李普曼就改变了看法，他从来不会碍于面子，隐藏自己的想法。

"这玩意儿早晚得完！"某天，他又高吼道，整个交易厅都听见了，其他的交易员无奈地摇了摇头。

他迫不及待地告诉银行中的每个人，觉得大家会感谢他提出这样的看法。他耐心地向每个人解释，如果加州和其他地产热土的房价回归正常水平，抵押贷款违约和拖欠就会跟印第安纳一般高——6%的业主都拖欠房贷，是加州的两倍。

但是他的同事们仍旧不相信。资深分析师卡伦·韦弗（Karen Weaver）曾告诫投资人要避免各种有害的按揭相关投资，可是就连他都将信将疑。周会上，李普曼大肆宣扬未来存在问题，遭到了德意志银行其他主管的嗤笑。

"格雷格，你又来了。"韦弗某次当着一组人的面开玩笑，大家也开始损李普曼，笑成一片。

"走着瞧吧，真理总是掌握在少数人手中。"李普曼回击。

银行中有些人觉得，李普曼肯定忽略了什么——可能是加州和佛罗里达的人口暴增，违约率才会保持低水平呢。因此，李普曼和徐幼于又回归他们的数据，控制人口和其他变量，再次进行了分析。然而，他们还是发现只有房价

对按揭贷款违约产生了关键影响，其他的根本不沾边。在李普曼看来，这就好像他的同事们、对手们都一口咬定：地球是平的。

“要是加利福尼亚的房价到印第安纳那水平，违约率至少也得12%。”李普曼热血澎沸腾地对一位同事说。印第安纳的房价增长率为5%，而加州却高达15%。李普曼辩称，要是有一天房价不涨了，问题就会接二连三地来了，就算房市欣欣向荣，也难逃此劫。

2005年快入冬的时候，李普曼的信心更加坚定了，但是他需要银行准许，才能将CDS合约全部买进，大笔卖空房市。他深吸了一口气，向上司拉杰夫·米斯拉（Rajeev Misra）建议买入保险，担保10亿美元的高风险抵押贷款。

“这看起来可是大买卖。”李普曼拿着20页的文件描述道，“如果我没猜错，我能给银行赚10亿美元，其他的损失就能冲销了；要是我错了，那不过是每年2 000万。”

李普曼的建议：买入BBB评级抵押贷款的CDS——保尔森和伯利也是这样做的。他说，四成的次贷2年后利率都要向高处调整，因此他也不会打持久战——4年的工夫，他就能知道结果。他说如果买入这笔保险，银行最大的损失也就是每年2 000万美元，总共也就8 000万。

“要是我们对了呢，可就赚6倍啊。”他对上司说，加州房市上可没有这么大的赚头——它总不能一个劲儿上扬吧。银行应该赌一把。

他卖空抵押贷款的热情溢于言表，银行有些人觉得他很没谱。李普曼的办事方式，在德意志银行的某些工作人员看来有点不合惯例，而且他们也不确定，李普曼的策略就一定会有效。不过他们还是不情愿地赞同了这笔投资，虽然没有给他预期的支持。德意志银行的经理们同意每年拨出2 000万美元让李普曼购买10亿美元的按揭保险，他们要求李普曼时刻汇报行情以便紧紧地盯着这位37岁的交易员。

李普曼在德意志银行期间，观点强硬，交易莽撞，曾经跟工作人员产生过过节，这对他可没什么好处，公司里掀起了许多关于他的传言。有一个故事没什么根据，但流传甚是广泛：

> 有一天，他走出银行大楼后，发现商务晚宴要迟到了。他打不到出租车，却看到很多人排队等德意志银行的汽车服务，于是他径直走到队伍前面，对刚要上车的一位女士说，自己是一名高级交易员，需要乘车去参加晚宴。那位女士问他叫什么名字，说以后一定告诉别人，自己真是三生有幸，能与他打交道。李普曼于是骄傲地说自己叫格雷格·李普曼，是资产投资交易主管。这时，女士又发话了，说我是人力资源部主管，李普曼您请上车，饭碗就甭想了。

朋友说根本没有这回事儿，但是大家还是传来传去，看起来大家都很妒忌李普曼，甚至有点憎恨，最起码有些人是这样。

尽管工作能力让人羡慕，李普曼在做这笔一生中最重要的交易时，却没有注意到他自己招来的风险。他此时已经年薪数百万，如果这步棋走对了，身价翻番，但是生活却不会发生改变。可是错了呢，他的事业就这么画上句号了。

抵押贷款价格进一步飙升，而保险的价格在他买入后却一路下滑，李普曼这次的动作看起来确实有误导嫌疑。他告诉朋友自己在干这个，朋友们都为他捏了一把汗。他们警告李普曼，这是跟银行其他人对着干，拿自己的名声开玩笑。一位同事把他拉到一边，问："你这是干什么？……这算盘要是打错了，你让他们买了火灾保险却没着火，他们可不会感激你。"

但李普曼和徐幼于却注意到了微弱的信号，显示房市已经开始降温。李普曼没有退缩，而是决定找到一条做大这笔生意的路线。

房市大赌局

那位曾经和保罗·佩莱格里尼交谈的新世纪经理，如果他说的那些对抵押贷款再融资、降低付款金额真的有道理，保尔森买入对10亿美元的次贷和企业债务的保险可能就一文不值。实际上，尽管2005年末CDS保护价格有所回升，2006年年初，一些基金认为房市还会持续走上坡路，卖出了保险，盈利马上就烟消云散了。

约翰·保尔森觉得自己犯了个错：最初购买的CDS保险所担保的按揭贷款已经大幅度升值，重新融资并不是难事，于是他就卖出了这些合约。可是，他还是觉得这个想法很精明。于是，他又买入了比较新的次贷保险——这些房屋目前还没有升值，因此抵押贷款利率上升，就无法再融资。

然而，他的这一动作对基金却没产生什么影响。

“我们就好像没头苍蝇一样。”保尔森回忆道。

他和佩莱格里尼马上意识到，如果要高风险房屋贷款无法重新融资，要违约大批出现，唯一可能的条件就是住房市场泡沫真的破裂。只有到了那个时候，借贷人才无法通过再融资为借贷过度的客户纾困。

当时是2006年初，保尔森团队才开始认真考虑房价下跌，并对此进行研究。没错，房价看起来是很高，但是他们认为，如果利率上升，身负重债的消费者就可能无法拿出按揭付款，就算房价不下滑也无济于事。

保尔森没有完全认识到不当借贷行为影响有多么广泛。直到2006年1月，罗森博格从打印机上撕下一份文件，说当时最大的次贷制造商阿姆莱奎斯特公司（Ameriquest Mortgage Co.）同意支付3.25亿美元摆平一系列不当的借贷。看到这个消息，保尔森惊呆了。

“太可怕了。”他对佩莱格里尼说。这样的借贷在他看来根本就是“疯了”。

保尔森和佩莱格里尼觉得，要做成这笔生意，唯一的可能就是美国的房地产市场上升势头达到无法保持的高位，开始下跌，挫伤借款人再融资的能力。许多人看来，这根本是痴人说梦。

“当时大家都说，房价自从大萧条时期以来，就从来没有在全国范围内下滑过。”保尔森回忆。

保尔森急忙把佩莱格里尼召回办公室，商讨房地产市场过热已经到达了什么程度。这样的研究项目正中佩莱格里尼的下怀。放在从前，会有人批评佩莱格里尼，说他花太多时间在一个项目上。保尔森有时候也会讥笑他，说他如果要从办公室所在的57号大街走到58号大街，他就很可能穿过镇子，走到西边，再绕到东边，然后才回到市中心的58号大街。走直线可不是他的风格。

“有的时候，自己动手，按照自己的想法做事更刺激。”佩莱格里尼承认。

保尔森现在需要佩莱格里尼做的，正是深入调查。每次发现新的数据，他都叫佩莱格里尼再去搜集一些。他会问一些让人深思的问题：如果房子还负担着房屋净值贷款，会对按揭贷款有何影响？如果已经违约，那何时按揭贷款才会损失？

全美房地产经纪协会（National Association of Realtors）提供的数据表明，2005年9月，房价停止上升。但是佩莱格里尼和一位同事在对美国联邦住屋企业督察局（Office of Federal Housing Enterprise Oversight）的数据进行调查时，却发现房屋价格仍持续上升。因此，公司内发生了一场争论。

保尔森抓住了房屋销售的冷却迹象。2006年初，债券价格跑步进入历史最高水平，他就更加担忧，抛出了公司所有的债务持股——而这在公司的投资组合中原本占到30%。但房产泡沫是不是爆破在即，团队还并不确定。

保尔森猛然想起，从前在波士顿咨询集团的老板，杰夫·李伯特（Jeff Libert）曾经说，考虑通胀后，房地产投资其实没有那么大的诱惑。他因而让佩莱格里尼将通胀因素计算在内。佩莱格里尼学会了使用通胀晴雨表——个人消费支出价格指数——调整房市数据。他们离真相又近了一步，但是答案还是没有水落石出。

佩莱格里尼有时候会重新建立一些本来已经存在的数据，不然就纠结细节不肯放手，让保尔森他们颇为恼火。他还会在保尔森的办公室里跟他争论几个小时，讨论怎样才能推断出房市拐点。两人关系越来越紧张，有时甚至吵得脸红脖子粗。

为了放松，佩莱格里尼就带着儿子去冲浪，去练车，腾出几个小时远离房地产。大部分礼拜日，他都在中央公园散步，努力集中精神，寻找一种更好的研究方案。

同事们都看不透他，不知道他为什么总是跟数据纠缠不清。但是前妻古德曼却明白他究竟在干什么。

“他就是那种，不找到‘完美方案’不罢休的人。”她说，“在意大利文化中，实用方案和完美方案可是两码事——你不能就做一个沙发，你得做一个漂亮的沙发。他对自己要求很高，不会只找到实用方案就止步了，不找到完美的解决

方案，他可是不会罢休。"

佩莱格里尼通过对几十年来的利率研究，发现它们对房市没有什么影响。这就意味着，尽管看涨的人们百般粉饰，美联储削减利率根本不是最近房价猛涨的理由。但读过学术、政府文献和数据过后，佩莱格里尼感到非常挫败：他根本无法将房价超值的程度加以量化，也不知道泡沫是什么时候开始的。他甚至没法证明，这次的价格上涨和过去不同。

为得到新结论，佩莱格里尼在房市数据中加入了一条"趋势曲线"，清晰显示了最近房市的价格上涨程度。这时，佩莱格里尼退了一步，开始关注更长的历史时段，要来了 1975 年后每年的的房产数据。夜深之后，他还趴在办公桌上，不知疲倦地查询全国范围内价格的年度变化。然后他对此段时期进行了"计量分析"，用较为平滑的曲线显示出价格跌宕。

突然间，答案水落石出：1975 年到 2000 年间，考虑通胀因素过后，房价年度增长只有 1.4%。但是接下来的 5 年，却以每年高于 7% 的幅度飙升。这样，美国房价需要缩水 40% 才能同历史趋势吻合。不仅是房价的上扬程度前所未见，佩莱格里尼还发现，历史上每次房价下跌，都会跌破趋势线，也就是说，如果房价这会儿真的跌下来，可真得一泻千里了。

他坐直了，盯着自己的曲线，一切原来这么简单，这么明白，他自己都震惊了。他将数字填入图表后，视觉刺激就更加强烈。第二天一大早，他就跑去了保尔森办公室。

"这太不可思议了！"保尔森目不转睛地盯着图标。他的脸上闪过了一丝微笑，好像佩莱格里尼刚刚同他分享了一个不为人知的秘密。保尔森坐回椅子上，对佩莱格里尼说："这是我们的泡沫！这就是证据。现在我们有证据了！"他说。

佩莱格里尼笑了，他无法掩饰自己的骄傲。

这张图表就仿佛是保尔森的罗塞塔石碑[①]，是理解整个房市的钥匙。几年

---

① 罗塞塔石碑，原本是一块刻有埃及国王托勒密五世诏书的石碑。石碑上用希腊文字、古埃及文字和当时的通俗体文字刻了同样的内容。由于这块石碑刻有三种不同语言版本，使得近代的考古学家得以有机会对照各语言版本的内容后，解读出已经失传千余年的埃及象形文之意义与结构，而成为今日研究古埃及历史的重要里程碑。

过后，他还是把这张图表放在桌子许多文件之上，展示给他的客户，每月还为它添加新数据，就好像一个汽车收藏家，小心翼翼地为一辆价值连城的古董车打蜡，轻轻抚摸。佩莱格里尼的这张杰作为保尔森指明了道路，让他清楚地看到了房产市场价值被高估的程度。他再也不需要猜测了。

"我现在还看呢，简单太爱这张表格了。"保尔森说，"这是我们研究的第一项重要成果，是这次泡沫的一幅画作。"

在保尔森和佩莱格里尼看来，这一发现就意味着不管就业情况、利率，乃至整个经济图景如何，房价早晚都要下跌。如果房价下跌，那次贷借款人所有的抵押贷款就无法再融资，他们可就生死未卜了。

佩莱格里尼接下来的目标，就是弄清如何从这样的结论中盈利。公司以往也热衷于卖空各种房产相关公司，因此这次集中精力押宝次贷，似乎更有道理。保尔森和佩莱格里尼仍旧相信，CDS 合约在风险出现的状况下，能够为基金提供最好的回报。因为这些合同都需要保尔森公司支付定额年金来限制损失。

佩莱格里尼找到了舒思涵（Sihan Shu）帮忙，他是雷曼兄弟抵押贷款部门的一位年轻分析师，据说和保尔森团队一样，对房产市场心存怀疑，巴不得马上辞职，追求自己的理念。

保尔森担心他并非真正看跌，而不过是垂涎一份高额回报的对冲基金工作。于是面试的时候，保尔森亲自披挂上阵。

舒思涵顺利通过了保尔森的考验，他搬出雷曼兄弟忽略的研究成果，解释说，就算房价走平，许多抵押证券都要蒙受巨大损失，他得到了聘用。

佩莱格里尼和舒思涵购买了大量数据，追踪全国范围内 600 万抵押贷款的历史表现，还雇用 1010 数据公司（1010data）进行分析。他们吃透了这些数字，作了对数和多种函数，考虑了各种情景，推测如果房价停止上升，会产生什么样的后果。结果让人震惊：就算房价只是走平，业主也会感到经济上的压力，造成一般的次贷基金池损失 7%。如果房价下跌 5%，相应损失就能高达 17%。

佩莱格里尼不知道价位会下降到什么程度，也不知道房市震荡什么时候开始，可是他对保尔森说，既然房价持平就能为次贷资金池带来 7% 的损失，卖空这些 BBB 评级的次贷池份额就是明智之举。就算损失 6%，这些份额也非常

容易受到影响，出现问题必然先出麻烦。

“我们知道，如果房价不上升了，这些 BBB 份额将不复存在，房子就会被收回。”保尔森说。

他将佩莱格里尼的分析转达给了几家银行，努力不让他们觉得自己非常不看好房市，所以只是说房价已经趋于平稳，而没有供出佩莱格里尼预测的损失。贝尔斯登、雷曼兄弟、美林和摩根士丹利这些公司还巴不得增加公司的次级贷款呢，保尔森看空，他们根本无暇理喻。

“大家都说，‘你们做这些证明了什么？……你们错了。’”保尔森回忆道。

然而，银行的分析师们却没有注意到保尔森理论中的一个细节：2005 年前的房屋贷款，所抵押的房屋价格已经上涨，因此，虽然现在房价已经停止飙升，却还没出大问题，不值得大惊小怪。这些都是比较容易再融资的抵押贷款。而保尔森预测的是最近的抵押贷款，不太容易在调整利率前重新融资。保尔森没兴趣跟这些投资公司和银行讲道理——他只是希望那些银行能够廉价出售给他抵押按揭贷款保险。

听到这些新消息后，保尔森就着手买入，有时候一天就买 1 亿、2 亿甚至 5 亿抵押贷款的保险。2006 年春，保尔森的对冲基金收购的次贷保险已经达到了极限。他和他的团队不对投资商展示佩莱格里尼的图表，也不提及房市的麻烦，就告诉他们保险是现有投资组合的完美对冲。

“我们一般告诉投资商：房市应该不会崩盘，虽然表格上显示房价可能会下挫 40%。”佩莱格里尼回忆道，“当时我们不想让别人听起来无厘头。”

保尔森愈发相信，为次贷提供保障的 CDS 合约会取得最终的胜利。保险金仍旧便宜得不可思议——每年仅需花费保障金额的 1%。保尔森忍不住不去想潜在的好处——他习惯了卖空股票、债券，看着他们从 100 点下滑到 90 点，然后赚取 10 点；但是如果次贷证券下跌 10%，最低评级的份额马上就失去了价值，他定然能发一笔大财。

“从来没有过这样的机会。”保尔森对研究总管安德鲁·霍恩动情地说。

佩莱格里尼的队伍跟踪观察了价值上百万的贷款，熟悉了全国几十家出借商。他们开始怀疑，评级机构给出的级别太过慷慨。次级贷款现在在按揭市场

中成分高达14%，换在10年前，这一比例只有1%。房价依旧上升，但跟从前的猛涨相比，步调有所放缓，这更意味着房市即将见顶。这可是保尔森出手的完美时机。

各投资公司的交易员都告诉保尔森，出售这些抵押保险的投资商们并不了解证券，也不熟悉房市，更有甚者不看好房市。美林、摩根士丹利和瑞士信贷卖保险给保尔森，是因为他们急于从保尔森和其他看跌房市的人们手中赚钱，好用来为他们的客户做新投资。这在保尔森看来，又是买入保险的一条理由。

“我们得尽量地把握住机会，房市崩盘不过是个时间问题。”保尔森在按揭贷款遇到麻烦之前这样告诉霍恩，“卖空证券，越多越好。”

保尔森基金已经承诺，每年支付1亿美元为100亿美元高风险抵押贷款购买保险。但要把这些抵押贷款衍生物投资化作套期保值，对保尔森的合并基金——甚至还有他的一些其他基金——来说，多少有些越俎代庖，保尔森也知道，再给基金增加衍生品，自己可就跳进黄河也洗不清了。

他决定拿出自己的钱，为个人账户置办更多的保险，然后随它去吧。他知道自己在孤注一掷。如果想要创造巨大的利润，他就需要向投资商们推销一种专门做空次贷的新基金。从前，迈克尔·伯利想让人们对他类似的基金加以支持却没能成功。现在要赌一把的是，保尔森。

然而这次，历史站在了他的这边。



The Greatest Trade Ever

第6章

寻找CDO最合适的承销商

保尔森觉得，CDS保护成本很低，而收益却无法估量，是一桩“结果不对称”的完美交易。在走廊上遇见销售主管菲利普·列维，保尔森把他叫住，问他最近有谁对新基金感兴趣。列维的回答很让人沮丧。保尔森听完后就抱怨：“我就不明白了，他们怎么就不懂呢？……这可是千载难逢的大生意啊。”

成王败寇论股市

登山者挑战喜马拉雅的乔戈里峰。冲浪者勇敢面对夏威夷的管道冲浪。在投资世界中，最变化莫测的莫过操纵投机热潮；玩票行家，来者俱毁。

古往今来，不乏传奇投资商，他们经不住诱惑，乘着金融巨浪，最终自寻毁灭；或者鼓起勇气，从他们看来不可避免的崩溃局面中大捞一笔，最后也只是灰头落败，数年不得翻身。

18 世纪初期，牛顿爵士发现重力是自然界中的基本力量，同时身为英国皇家铸币厂（Britain's Royal Mint）最高官员的他曾大加谴责在南美占据垄断地位的英国南海公司（South Sea Company）股票持续高涨。他相信股票定会大幅跌落，抛出公司 7 000 英镑的投资，想借此翻番盈利。然而买盘却愈发疯狂，连牛顿也无法抗拒；他加大了买入，最终泡沫破裂，亏损 2 万英镑。

“我可以计算天体的运动，但是却计算不出人们的疯狂。”后来他这样说。

网络泡沫破灭，几乎毁掉了股市神手乔治·索罗斯。就在 2000 年前的几个月，他催着第一副手斯坦利·德拉克米特（Stanley Druckenmiller）降低风险，才抛出他一度迷恋的科技股。

不负虚名的投资商德拉克米特和索罗斯有同样的担心。“我不喜欢这个市场，”他对当时的一名同事说，“我觉得我们可能应该减仓。我可不想像斯坦哈特一样。”

尽管如此，他还是觉得暂时不会有问题，觉得科技股的疯狂还会持续一段

时间。

他错了。2000年初，科技股突然一头栽倒，索罗斯团队大为震惊。最糟糕的时候，地板上的电线总是出问题，爆出嗞嗞火花，办公室里弥漫着一股烧焦的味道，激活警报，声音震耳欲聋。烟雾和喧闹让大家头晕目眩，团队的一位高管说，就好像是“神灵驾到”，“我们有时候都想，赶紧烧完算了。”

仅仅几个月，索罗斯就损失了20%，他和德拉克米特长期的盈利伙伴关系出现了裂痕，他宣布不再为别人理财，而开始采取更为保守的立场。

“可能我真的不了解市场，”百般思忖过后，索罗斯在一次新闻发布会上说，“可能音乐停下了，但是人们还在舞蹈。”

面对一个失控的市场，后果则可能更为严重。2008年，以德国实业家阿道夫·默克尔（Adolf Merckle）为首的资深投资家都认为大众汽车的股价被过分高估。当时身价90亿美元的默克尔卖空了大众股份，但股价持续上扬。结果，是跑车制造商保时捷从中作祟，收购大众股份，推动股价上升。损失数亿欧元后，74岁的默克尔终于无法承受。2009年1月一个寒冷的傍晚，在德国南部布劳博伊伦山庄的别墅旁，他卧轨自杀。

“理解泡沫，对你当投资商没什么帮助。”索罗斯说，“股价即使达到历史高度，还是能继续超出你的想象。”

被看空的房市

尽管前面有众人跌倒，但是约翰·保尔森并没有惧怕。他坚信自己找到了房地产泡沫的证据，也决定要从中大赚一笔。然而保尔森专长合并，而非次贷、房产或债券市场。他不知道房产熊市的论调一直被忽略，不知道多少投资商都不买房地产的账。同样很重要的一点是，虽然有前人做空房市大败而归，他却没有因此胆怯收手。

2004年，耶鲁大学教授罗伯特·席勒（Robert Shiller）研究出一组数据，显示美国住房价格从1890年到2004年间仅上升66%，即年均增长0.4%。与

之形成鲜明对比，1997年到2004年间，房价飙升52%，年均6.2%。席勒教授就此话题开办了多次讲座，并在畅销书《非理性繁荣》2005年2月修订版中以表格和数据的形式做出总结，希望能够告诉人们，现在的房地产中掺有多少水分。

其他国家也有人对房市状况有所疑虑，他们也进行了调研，出版了研究结果。2004年初，英国史密瑟斯股份公司（Smithers & Co.）称，如果英国房价要同历史趋势吻合，须下跌30%。

实际上，房价离谱，各地早有预警。2000年到2003年间，美国出版物中“房市泡沫”一词出现了1 387次，接下来的3年中又提到5 535次，其中包括主流报纸中的专版新闻故事，有些文章让大型房地产投资商紧张不已。

“业主从来就没有过这样严重的债务；房市也从来没有这样充满投机。”2005年5月，贝尔斯登分析师弗朗索瓦·特拉汉（Francois Trahan）说。

与此同时，有这么一段流行视频：把房市比作过山车，始于21世纪初，途中沿着轨道数次达到历史价位，最后终于绷起大家的神经，达到前所未有的高度，就连抗打击的旁观者都经受不住了，这个段子旨在告诉观众，房市现在已经达到了十分危险的水平。

就连卖空房市的人们，也开始为自己寻找后路。拉尔夫·乔菲在贝尔斯登操控两家大型对冲基金，对按揭产品胃口很大，2005年末他却开始清理风险最大的一些次贷投资。2004年到2007年间，国家金融公司CEO安吉洛·莫齐洛卖出了公司4亿美元股份——他一度说自己不关心全国范围内会出现的房产泡沫，那这样的举动可非比寻常。

还有一些人也私下表达了对市场的怀疑。一名标准普尔高管在公司内部电子邮件中对他的分析师朋友说，公司对抵押贷款交易的评级简直是“胡闹”，“根本不该给这些交易评级。”他朋友回复：“我们什么都评，就算是一堆破烂我们也得评。”一位抵押债务凭证集团主管说：“我们就祈祷，在这烂计划倒台的时候，我们已经挣足钱，并功成身退了。”

"你那个做房地产生意的姐夫有没有欠你钱啊？"金融刊物《格兰特》（*Grant's*）2005年6月刊中这样问，"现在该去催债了。"

受冷落的CDS合约

尽管长时间以来，投资商们就觉得房市存在问题，大部分无法从疑虑观点中获得盈利，有些还跌得特别惨。而对保尔森热衷的CDS保险，有些人已经完全拒之门外。

2002年，对冲基金经理威廉·艾克曼（William Ackman）说债券保险商MBIA（美国城市债券保险）要有大麻烦。这比保尔森为公司购买CDS保护还要早两年。但是这位热衷于对公司高管工作指手画脚的犀利投资商言之过早，直到2007年末，都在蒙受惨重损失。

"可能你的投资完全没有问题，但是时机不对，然后就输大了。"艾克曼说。

棕榈滩合作伙伴公司奥托克里克（Otter Creek）名声也不错，他们也对抵押贷款早就起了疑心，因而对金融公司持股减仓，可是市场却越涨越高。这对有相同想法的人们也是严酷的打击。埃利奥特管理公司（Elliott Management Corp.）的保罗·辛格尔（Paul Singer）和鲍勃斯集团（Baupost Group）的塞斯·克拉曼（Seth Klarman）这样的著名对冲基金经理都觉得房市有问题，买了一些高风险抵押贷款CDS保险，但是买得不多，也没有走极端。过早看跌市场，伤害客户，弄得人尽皆知，这纯属自找麻烦。

"买入太多，对名声必然有影响。"克拉曼说，"可不是买了就万事大吉了。"

其他投资商只不过觉得买CDS合约心里不舒坦，传奇投资大师沃伦·巴菲特就因为衍生品投资造成巨大损失，曾蔑称其为"金融大规模杀伤性武器"。CDS也属衍生品之列。

在加州纽波特海滩风景旖旎的办公室中，资产8 000亿美元的债券投资大亨太平洋投资管理公司（Pacific Investment Management Co.，Pimco）董事长比

尔·格罗斯（Bill Gross）就掌握了市场动向。然而2005年，他的两个孩子却告诉他，他们收入有限，万不得已只能使用抵押贷款买房，格罗斯听后心绪纷乱。在对房地产做了一些调研后，他召集董事会召开紧急会议，开始向重要市场中派遣员工，让他们装扮成顾客搜集房产市场的情报。2005年，格罗斯的首席抵押贷款交易员斯科特·西蒙（Scott Simon）建议客户购买按揭债券的CDS保护，称这绝对有巨大的收益。于是，格罗斯成了行业中的带头人。

可是听到CDS合约，格罗斯可是不怎么好受。他掌管的资金大部分投入了寒酸的共同基金，许多客户都无法购买衍生品合同。格罗斯重新组合了太平洋的投资，购入些安全的短期国债，稍稍涉足CDS保险。即便是这些微小的举动，格罗斯的保守投资组合2006年也落在了其他投资商的后面。他很痛苦，于是不加计划就在年中给自己放了9天的假。度假时他大部分时间都坐在屋外，对妻子抱怨。

“我没有勇气打开商业频道，也不敢看报纸，真的快崩溃了。”格罗斯当时说，“我天天晚上失眠。”

房市终于冷却下来，太平洋的收益一举超过了大部分竞争对手，让格罗斯松了一口气。但是格罗斯说，就算他的投资商有要求，他恐怕也不会做出保尔森的举动。

“我干这行都35年了，老骨头一把，对冲基金给人带来的那种不安我真的承受不了。”格罗斯说，“买衍生品合约还不能引人注目，我们只能保守地、偷偷摸摸地去做这笔生意。”

投资顾问彼得·希夫（Peter Schiff）似乎赶上了从房地产问题中赚钱的天时地利。多年来，他一直预测房市崩盘，整个金融体系爆炸。最终，他被人们看成了房市的卡珊德拉[①]，一天到晚在电视上冷嘲热讽。一次节目上，希夫又发表自己“世界末日”的言论，福克斯商业频道的主播尼尔·卡夫托（Neil Cavuto）

---

① 卡珊德拉，希腊神话中太阳神殿女祭司，被阿波罗施以诅咒。她说出口的预言百发百中，然而谁也不信以为真。而且她说出的预言不知何故全是不吉利的预言。所以，人们不但不相信她，还嘲笑她并憎恨她。

问他，下一个目标是不是“揭穿圣诞老人”。评论员本·斯坦（Ben Stein）也来火上浇油，对希夫说：“你这压根就没道理。”

希夫和保尔森一样，转移客户股票投资，用来做空高风险抵押贷款。但是他却没有选对投资，而是看准了外汇、大宗商品和新兴市场这些2008年的输家。当年，有些客户损失了一半资金，更是证明了这样一个事实：知道投资泡沫存在并没有多大价值，知道怎样从中获益才有价值。

久经沙场的投资商都不肯买入抵押贷款保护，一个很重要的原因是：CDS合约是“负利差”交易的典型，投资专家不会喜欢，就好像他们不喜欢高税率，不喜欢经济舱。负利差交易中，投资商承诺为一项投资支付一定费用，以期将来获得巨大财富。以CDS合约为例，购买者通常同意前期付款，交付保险年费，而以上两点都是扔钱的行当。

如果负利差交易不能马上得到收益，开销就成了无底洞。如果投资商在一项交易中每年支付5%的费用，4年就总共损失20%。这就给自己的竞争者提供了便利，在这个落后0.5%就能马上被炒鱿鱼的世界中，不是什么好建议。抵押贷款和债券专家对负利差交易的费用尤其心悸，因为投资商并不能总是获得巨额回报。买住房保险是一码事，干这行，可就全然不同了。

比尔·格罗斯的明星交易员斯科特·西蒙就曾经因为负利差交易而倍受唾弃。2006年，西蒙曾想为太平洋开办一个购买CDS合约的基金，他对购买房地产的客户——比如捐赠基金、养老基金等——表述了这个想法。但是在贸易伊始，客户根本不愿意出钱，西蒙推销失败，只好放弃，因此就失去了保尔森这般大好机遇。

就算是那些最成功的投资商，也对负利差交易避之不及，就好像老鼠见了猫。20世纪80年代，涉世不深的交易员建议垃圾债券大王迈克尔·米尔肯（Michael Milken）做空风险尤其大的债券，他却对这种向债务支付高利息，等着它们降价的做法嗤之以鼻。套牢即时付款，指望未来某天掉馅饼，连乔治·索罗斯听了，都浑身不自在。

“我都不知道如果我是保尔森，能不能干出这种事情。”索罗斯说，“我八成都不会卖空房产。”

大部分交易员们所青睐的，都是“正利差”交易，就是说那些收益快、易见效的交易。以银行为例，它们以低利率借贷，然后高利率出借。虽然借款人也有破产的危险，但是单看文件，这样的交易简直天衣无缝。

出售高风险按揭的保险，似乎是最“正利差”的交易。美国国际集团（American International Group，AIG）、大型银行还有不计其数的投资商，都虎视眈眈，等着保尔森这种市场看跌人士去购买 CDS 保护，交给他们年金。从这儿取得盈利的确达成了目标，但是却错过了巨额的红利。

“正利差交易是资本主义的母乳，已经深深植入每个投资商的头脑中，根本擦除不去。”格罗斯说。

保尔森押赌 CDS

约翰·保尔森的视角跟华尔街其他人大不相同，许多人都觉得他是外星人。原因之一便是保尔森一直都在卖空债券，且他不觉得大家有什么可大惊小怪的。如果一项投资看起来肯定没戏，他手就痒痒，忍不住去卖空，花点小钱，给对手让步，这在他看来都没什么。保尔森觉得，CDS 保护成本很低，而收益却无法估量，是一桩“结果不对称”的完美交易。

保尔森也算走运：2006 年，他认为房市普遍存在泡沫，而这个时候价格已经开始趋于平稳，是卖空的最佳时机。有些人跟他观点相同，但是下手太早，于是只能看着房价进一步攀升，舔着自己卖空创下的伤口。

保尔森想到了几年前读过的一本书《走在股市曲线前面的人：索罗斯》（*Soros on Soros*），书中详细描述了乔治·索罗斯的各种观点，他呼吁投资商如果发现了一桩贸易有巨大的潜力，就应该“直击要害”。

“这句话就突然浮现在我的脑海里。”保尔森回忆道，“当我发现眼前的风险估价错得离谱，我们就说，为什么我们要坐在这儿守着 10 亿美元的保险呢？为什么我们不能直击要害呢？”

保尔森公司有些人说，如果要把CDS合约做成公司新“信贷”基金的核心，投资商必须要稍作了解才行得通。一些客户也已经表示，他们不太希望保尔森公司购买太多的按揭保护。

但是保尔森很乐观，觉得自己的次贷交易九成都会成功。如果房市崩盘，按揭贷款再融资出现困难，借款人必然会有麻烦，所有的抵押贷款支持的债券就都受到打击，BBB评级的份额也就失去了价值。就算房价趋于平缓，如果利率猛然上涨，2006年签下可调利率抵押贷款的高风险借款人两年内也无法再融资，因为他们的房子根本就没有什么产权可言了，保尔森想。

那如果保尔森错了，房价继续攀升呢？在调整到更高的利率之前，大部分次贷借款人可能都会再融资，避免月付更上一层楼。一旦贷款得到再融资，保尔森购买的保护就将到期，以最小的损失——CDS的保险金——结束交易。无论如何，保尔森都确定，到2008年，他就能知道这笔生意能不能行得通了。

“我们找到投资金山了，”他曾对一位同事说，“难道我们摸一摸就走吗？”

惨败固然也有可能，但保尔森没有心思去考虑这个。如果高风险投资的狂热继续上涨，他持怀疑态度的BBB评级债券反而更受欢迎，损失就是板上钉钉的。

但是这些债券的利率已经几乎可以同安全系数最高的债务相提并论。就算是极其乐观的投资商，若非有毒的抵押贷款收益比美联储和其他超级安全的债务更加丰厚，也不敢趟这个浑水。保尔森认为，这限制了抵押债券的升值空间，因此减少了卖空的危险。

当然，如果美联储再次削减利率，可调整贷款利率随之下降，高风险按揭贷款人可能就会解脱，保尔森购入的保险就会随即贬值。可是美联储一直在提高利率，从前一年的3.25%一直上升到5.25%。若是经济没有遭到突然打击，美联储不太可能会再次降低利率。可是如果经济危机真的来了，拯救业主，为时已晚。

“从来没有过这样的机会。”一天下午，在杰弗里·塔兰特南安普顿的家中打网球时，保尔森喘着粗气说。当时高风险按揭资金池的损失几乎已经达到了1%。如果达到7%，BBB债券就“全完蛋了”，保尔森很激动。

因此，保尔森决定，直击要害。他觉得，就算铁杆的支持者也无法忍受3年来损失25%，也就是每年损失8%。但如果这就是上限，还可能会筹集到不少资金呢。他现在只需要想个法子。

保尔森让交易员罗森博格给个报价。罗森博格很快就从公司在贝尔斯登的经纪人那里带来了好消息：次贷债券还有很大的需求空间，而为之提供保护的CDS合约却没有什么市场，因此保护BBB评级的贷款只需支付债券面值的1%。换言之，保尔森如想担保另外10亿美元的BBB债券份额，每年只需支付1 000万美元。

保尔森觉得，这么合算的价格，公司真应该做这笔交易，为这几十亿高风险债券购买保险。如果他能说服足够多的投资商对这另外10亿美元的新基金提供支持，公司就能以仅仅每年1.2亿美元的成本购得120亿美元债券的CDS保护。

因为是新基金，12%的年费对许多投资商说来未免过于昂贵。但因为CDS合约的保险费和其他的保险产品一样，都是在一段时间内付清，新基金就能在CDS帐单到期之前将大部分资金存在银行，每年盈利5%。如此一来，投资此基金每年只需花费7%，听起来就更加合理了。加上保尔森每年需要收取1%的佣金，投资商每年最多也就损失8%——这正是他所期待的完美数字。

“10%，20%，甚至更高的比例我们都计算过，但是12%似乎对我们最为合理，我们觉得，这也是投资商能接受的。”保尔森说。

如果保尔森算计对了，又会如何呢？如果他所购买的CDS合约能够完完全全地覆盖120亿美元的次贷债券，而债券又出于某种原因变得一文不值，保尔森公司就能风光地赚取120亿美元。保尔森团队整装待发，开始准备拉拢潜在投资商。

保尔森认为，基金可以另外寻求一些帮助，更何况基金如果做大了呢。他面见了华尔街公司的一些高级调查主管，希望他们在基金挂名。其中很多都是佩莱格里尼推荐的——他可是把业内上上下下都看了一圈，来寻找同样看跌市场而又有能力的抵押贷款专家。

但是佩莱格里尼的心情却很复杂。保尔森相信他，把选人的工作交到他的

手中，他自然欣喜万分。他也和保尔森一样，坚信这笔生意一定能成功。但是毕竟是佩莱格里尼提出的这个建议，他希望保尔森能够为自己提供一个在基金中更加重要的职位，他相信自己肯定能够胜任。然而，佩莱格里尼却需要为自己选来的人工作，仍然挤不进基金的管理高层。

“我觉得有点讽刺。”佩莱格里尼说，“如果我不找吧，这生意就成不了。如果我真的找到一个不错的人选，倒还有那么点好处。”

可是，好几个星期过去了，保尔森接近的那些人选都没有什么特别强烈的反应。大部分分析师对房市还没有看跌到这种地步。其他的则认为，离开现在养尊处优的工作，反而去一家看空市场而且前途未卜的基金，太冒险。况且，放弃华尔街舒服的工作，投奔一家看空房市的基金，根本就是往自己身上烙上红字，以后等房市升温，再回到这个赚钱的行当，就不太可能了。

“够格的那些人都说，这样的策略是白费功夫。”佩莱格里尼回忆。

华尔街回应冷淡，佩莱格里尼私下里却很开心。他打心底希望，这样自己就能够在保尔森的新基金谋到一个高级职位了。2006 年春，又一轮让人失望的面试过后，保尔森在过道里拦下佩莱格里尼。他微笑着，让佩莱格里尼心中充满了阳光。

“我想过了，”保尔森说，“我们谁都不要雇用了。你就来做基金的联席经理吧。”

当时佩莱格里尼有点摸不着头脑。他不知道保尔森口中的“我们”是什么意思，还担心是不是在公司里还需要在别人面前表现表现。但是一想到终于得到了梦寐以求的高级职位，他就合不拢嘴了。

佩莱格里尼在基金中的付出，第一次写在了纸上。他甚至搬进了会计部临时办公室对面走廊中的新房间。在电子邮件的署名处，他骄傲地在名字下面加上“保尔森信贷机遇基金（Paulson Credit Opportunity Fund）联席经理。”

可是没过几天，安德鲁·霍恩就找到了佩莱格里尼，“您快把电邮下面的新头衔去掉吧，”他说，“这样把人家投资商都搞糊涂了。”过了没多久，吉姆·王也提出了同样的劝告，说客户可能会认为运营基金的不是保尔森。佩莱格里尼很尴尬，脸色都变了。他同意去掉邮件中的头衔。佩莱格里尼仍旧没能在公司

得到一个安稳之席。

艰难的新基金推销

虽然佩莱格里尼和公司其他人一样了解这桩交易，但是跟潜在客户交流起来，却存在一些波折。某次在康涅狄格红十字会筹款活动的鸡尾酒会上，对冲基金投资商马丁·托尼伯格（Martin Tornberg）和一位大学捐赠基金高管在一同说笑。佩莱格里尼走了过来，端着一杯红酒，加入了他们的谈话。

他们的话题马上切入了保尔森的新基金。投资商们听了都很感兴趣。但是佩莱格里尼说着说着，他们就开始犯迷糊，不明白公司怎样选择卖空的证券，怎样交易。

"我根本听不懂他在说什么。"托尼伯格回忆时说，"真是太折磨人了。"

换成保尔森之后，大家就明白多了，用浅显易懂的语言阐述自己的论点和交易，他可是行家。但是有些投资商真的很难说服。保尔森希望哈佛大学也可以成为自己新基金的客户，若是能得到母校的支持，其他投资商必然也会更感兴趣。于是，他来到波士顿，找到了为哈佛捐赠基金挑选对冲基金的马克·塔博尔斯基（Mark Taborsky）。塔博尔斯基从前在纽约曾经见过保尔森和佩莱格里尼，对两人印象十分深刻。

但是 8% 的年金，让塔博尔斯基考虑良久。他也觉得保尔森的房市论调悲观过头了，而且这种交易观没有什么新意。

"其实，内部已经有人这么干了。"塔博尔斯基拒绝了保尔森。

过后，保尔森和霍华德·古尔维奇说起了当时的郁闷，"他们真的应该加入。"保尔森说，"他们应该能明白啊。"（哈佛最终还是购买了一些抵押保险，但主要是低价位的，最后也没能赚到什么钱。）

保尔森开始周旋眼下的购买自己基金的投资商。佩莱格里尼的图表显示，房价可能会跳水 40%，但保尔森团队很少把这一观点传达给投资商——他们其实也不敢打包票。最终，保尔森决定不做空高评级 A 和 AA 的债券，而押注最危险的 BBB 评级债券，两人都觉得，投资商会认同这些证券的风险。

然而，还是有些投资商持怀疑态度。一次会议上，为波士顿戈特科思基金管理公司投资对冲基金的理查德·利波维奇（Richard Liebovitch）抓住保尔森的小辫子不放，没完没了地告诉他这样的生意很难做。利波维奇说，他已经同埃林顿管理公司（Ellington Management）的迈克·弗兰诺斯（Mike Vranos）沟通过，他也觉得房市问题没那么严重。弗兰诺斯可是当时鼎鼎有名的按揭交易员。

"约翰，你凭什么就觉得自己比弗兰诺斯懂的多呢？"

"没杀过猪，也见过猪跑吧。他是不是什么抵押贷款天才，跟我没关系。"保尔森说，"您倒是听我分析。"

最后，利波维奇没有接受，但是他还是购买了保尔森的其他基金。会面结束后，他催促保尔森抓紧跟弗兰诺斯谈谈，但是保尔森婉言谢绝了。

"保尔森的专长是合并套利交易，可是突然就对房市和次贷看法那么激进。"利波维奇回忆道，"名声最大的抵押贷款专家都对次贷乐观多了，包括埃林顿的弗兰诺斯，他当时可是房市的上帝。"

保尔森、王和其他团队成员将他们的投资理论推介给另一位客户，克里斯兰投资集团（Crestline Investors）高管诺兰·伦道夫（Nolan Randolph）的时候，伦道夫一直在摇头，团队失去了斗志。伦道夫觉得，要是交易成功不了，赔进去的太多，因此拒绝了他们。

"我们觉得你们的基金根本达不到添金的效果。"伦道夫说。

就算是同意保尔森的看跌观点，投资商也不确定他是不是真能赚那么多钱，因为他所购买的投资交易量相对较少。他们觉得，不廉价转手，这些保护很难卖出，盈利不就缩水了吗。

"你想过后路没有？"一位伦敦投资商问。

保尔森耐心地解释，这笔生意将如何运作，甚至还预测，什么时候紧张兮兮的投资商和银行会因为房市惨遭损失，排着队购买他的按揭保护。他说这样保尔森公司就可以赚钱了。这位投资商祝他好运，然后就没再过问保尔森的新投资。

"看起来好像在玩火，压上了自己所有的赌注，却不知道未来如何。"为基金配送资金的纽约公司斯蒂尔沃特资本（Stillwater Capital）负责人杰克·杜埃

科（Jack Doueck）说。而他，也对保尔森的基金摇头拒绝。

还有一些人抱怨，新基金要求投资商不能在2008年底之前提现，因为保尔森要“锁定”资本，保证自己不会在这笔生意有效果之前，因为客户撤资而被迫退出。

“投资商们都说，‘您要是觉得自己就那么有本事，为什么其他人没这么干的呢？为什么抵押贷款公司跟您的结论差距就这么大呢？’”保尔森回想当时的情景，“然后我就说，我的工作可不是跟您辩论。”

保尔森固执地要卖空房市，也对他的生意产生了影响；有些客户担心，保尔森现在一心做按揭贷款，是因为并购领域中找不到机会了。其他人则觉得，他这样分心太厉害。老客户瑞士私人联合银行（Union Bancaire Privee）就从一位联系人那里得到了紧急通告，说保尔森“走出”了他的老行当，银行应该抓紧时间从保尔森公司撤资。他们最终也没有离开保尔森，但是也没有接受他的新基金。

甚至连老朋友都对他严厉指责。

“跟这笔生意纠缠不清有什么好处？”彼得·索罗斯好几次打电话或见面的时候都这样斥责保尔森；他认为政客觉得必须要支持按揭贷款客户。“离大选就一年了，难道国会还让两三百万业主放弃住房吗？”索罗斯问道。

他也没有投资保尔森。

保尔森希望把基金做大，好买入尽可能多的抵押保险。但是他也有压力，想要尽快筹钱。竞争者可能会自己悟出其中的道理，然后同样去购买保险，这样就会哄抬价位。因此，保尔森不愿提供更多的细节。可越是这样，筹钱就越困难。

“对冲基金经理理解这个不会太难，而且这房价也高得太离谱了。我当时担心，如果太多人注意到，我们的优势就没了。”保尔森说，“我没有跟我潜在的客户详细描述过这些，因为我说的越多，盈利的可能性就越小。”

詹姆斯·阿尔图彻（James Altucher）是一名写手，同时也为客户投资对冲基金。他和保尔森团队谈过后，心服口服。走出保尔森公司在纽约市中心的办公室，他告诉一位同事：“我们乱了，整个国家都乱套了。”

回到办公室，阿尔图彻拨通了几名专业人士的电话，询问他们的意见。他们说，这些保险很可能还没来得及涨价，就马上贬值，再说找到养老基金和其他 BBB 债券的信徒也不是什么容易事，所以这些债券价格不太可能大幅跌落。听这么一说，阿尔图彻又决定还是不投资保尔森的基金了。

“只要我当时多问几句，就不会有这样的偏见了。”阿尔图彻在《金融时报》的专栏中写道，“其实道理特别充分，但我就是没有投资……谁知道人们这些没谱的行为能持续多久呢？

佩莱格里尼纠正了自己的说话方式，向投资商们推介交易的时候比从前更加柔和。不过有段时间，他根本无法承受公司所面对的流言蜚语。一次在福特基金会（Ford Foundation）上，福特高管拉里·西格尔（Larry Siegel）说他们的公司不能投资保尔森的基金，因为保尔森卖空的对象是业主，同西格尔的“社会使命不符”。在佩莱格里尼看来，这根本就是假正经；保尔森公司的一位同事先前曾同西格尔谈过，他说他们有更好的办法来应对房市的疲软。会议结束后，佩莱格里尼马上走近西格尔，引起了他的注意。

“听说您有笔更好的生意……您能说说比我们高明在哪儿吗？”

西格尔推脱不愿明说，但他的方法就是比保尔森的复杂。（西格尔现在承认，他当时不过就是想要脱身，他们公司的老板根本不会同意把投资放在卖空房市上。）

在华尔街公司，保尔森同样也没有得到什么尊重。罗森博格邀请了两位摩根士丹利交易员约翰·皮尔斯（John Pearce）和约瑟夫·纳迦尔（Joseph Nagger）来到自己的办公室，希望能够对市场做进一步了解，也希望能劝说摩根士丹利加盟这笔贸易。

穿着卡其布裤子和马球衫，皮尔斯和纳迦尔一身随意地来了，他们说没时间，一会儿他们还要和客户去打高尔夫。

“我们长话短说吧。”纳迦尔说。

佩莱格里尼和罗森博格可是西装革履，他们向摩根士丹利的交易员们递上了公司希望卖空的抵押债券详单。

“这就是我们希望进一步卖空的债券。”佩莱格里尼说。

看起来，皮尔斯和纳迦尔对保尔森团队的生意没什么兴趣，也不想浪费时间回答他们的问题。

“听起来不错，我们考虑下吧。”皮尔斯笑着说。罗森博格想，他这是耍人玩呢。

会议结束后，皮尔斯说：“如果我们能力大点，肯定就帮你们一把。”

皮尔斯和纳迦尔已经为公司做了几笔看跌次贷的投资，然而他们不愿提及此事。而对保尔森团队来说，这又是一次让人绝望的经历。

“简直是浪费时间，”佩莱格里尼一脸阴沉，同罗森博格走出了会议室。

直到6月，保尔森还是没有筹到多少钱。杰弗里·塔兰特一度想为自己的门徒伙伴公司（Protégé Partners）投资，但是客户却怨声连天。

“我们一个投资商说，为什么你能同意这种负利差生意呢？”塔兰特回忆道，“交易员们也警告我：‘保尔森就不是干这行的’，‘他在这儿梦游呢’。”

每天，保尔森都心急火燎地走进吉姆·王的办公室，好像交易倒计时的钟声正在敲响。

“让我看看投资商的最新名单。”保尔森每次都这样问。看完之后，保尔森又郁闷了：“咱们跟这些人谈得怎么样了？”

还有一次，在公司走廊上遇见销售主管菲利普·列维（Philip Levy），保尔森把他叫住，问他最近有谁对新基金感兴趣。列维的回答很让人沮丧。保尔森听完后就抱怨：“我就不明白了，他们怎么就不懂呢？……这可是千载难逢的大生意啊。”然后气呼呼地走开了。

2006年春天，杰弗里·格林打来电话，保尔森听见他的声音高兴万分。格林手上的房地产公司拥有几百万美元的资产，他觉得房市势必要降温，于是希望能找到一个保护的方法。格林和保尔森是多年的老朋友，也是保尔森必然要招揽的客户，开出的支票都是大手笔。有他赞助，保尔森的基金就能起步了。

可是招徕了这个客户，却让保尔森追悔莫及。

The Greatest Trade Ever

第7章 大地产商格林的加入

回到洛杉矶之后，格林还在想着保尔森的这档生意。购买便宜的保险，担保别人高风险的抵押贷款，哪儿有这么好的事啊。格林就知道保尔森在这笔交易上有事瞒着他。他本来只是想找到一种保护自己资产的方案，结果却觉得自己发现了一笔超级赚钱的生意。

老友重逢

杰弗里·格林是个过着典型好莱坞生活的钻石王老五，住在洛杉矶，隔三差五跟刚出道的小明星和做着模特梦的姑娘们约会。他经常同拳王泰森、好莱坞社交名媛海蒂·弗雷丝（Heidi Fleiss），还有绯闻女王帕里斯·希尔顿之流一同现身派对，不然就是在哪个壮观的别墅中放松身心。他有一套房子，占地5公顷，俯瞰马里布海岸，足够他的小马驹温斯顿（Winston）自由自在地奔跑。格林为人大方，做人实在，在好莱坞人尽皆知。他随和的微笑、哈佛的教育背景还有在生意中点石成金的本事，都成了他的招牌。

然而，2006年春天，格林懒散的外表下面却升起了阵阵愁云。格林身高一米八，53岁却不显老，浓密的棕发带着运动气质，眉毛弯弯的。10多年来，他在南加州聚敛了7 000多套公寓和几栋办公楼，那架势就好像在搞专卖。按照当时过热的价格局面估算，这些房产价值有5亿美元之多。

一天早上，格林在马里布的家中醒来，翻阅着《洛杉矶时报》。看完后，他眉头紧锁。格林读到了报纸上描述当地房市的疯狂景象，就开始担心，要是再来一波经济下滑，他就破产了。他年纪大了，经受不起这种打击，必须得找个法子，全身而退。

从股票经纪人到商业合作伙伴，格林给所有认识的人都打了电话，向他们求助自己该如何是好。卖掉一些地产，然后卖空置业公司的股份？不妥。最后，格林找到了老朋友约翰·保尔森。保尔森告诉他现在他有个不错的主意，跟卖

空按揭债券有关。他邀请格林来纽约商讨大计。

没过多久，格林就走进了保尔森的办公室，见到老朋友，他欣喜万分。两人第一次见面还是1990年，在南安普顿的一家高档餐厅用晚餐的时候，是朋友介绍才认识的。当时，格林邀请保尔森参加第二天的烧烤派对，说那儿美女云集，保尔森高兴地答应了。第二天，他就骑车30英里，到了格林在阿默甘西特的宅子。几年来，两人关系一直很亲密，格林在保尔森的婚礼上做迎宾，约翰和珍妮两人度蜜月的时候，也是住在格林马里布的房子里。但是两人的风格却大相径庭——格林总是很随意，很开朗；而保尔森则更严肃，也更保守。但格林喜欢聪明人，保尔森绷着脸说笑话，一本正经讲故事，格林也总能领会。

格林坐在保尔森公司的主会议室里，耐心地等着朋友的到来，他四下打量着这间办公室，很是赞叹。两人相比，格林更有钱，也更成功。保尔森到西岸的时候，格林总是让他的厨师准备一场大餐；格林来纽约，保尔森也会从高级市场买上好几大袋食物，盛情宴请。保尔森公司从前的办公室装修很简单，只有180多平米。

可是保尔森现在的办公室却焕然一新，宽敞大气。会议室的墙上挂着一幅路易莎·蔡斯（Louisa Chase）的抽象画，用蓝白颜料涂沫成的无形手脚，角落里放着各种各样的饮料，还摆着一个漂亮的冰柜。透过玻璃墙，打扮入时的年轻交易员和分析师们在走廊里轻快地走过。保尔森走进来的时候，格林刚想夸赞朋友漂亮的生意，却看到他严肃的表情。身后，一名员工随着他走了进来。保尔森紧紧关上门，向格林伸出一只手，格林回给他一个热情的拥抱。可保尔森似乎不是很喜欢这种亲密的表现，格林非常惊讶。

会议室中间摆着一张精美的木制长桌，保尔森坐在了格林对面，开始了对房市的概述，这样的演示他已经对可能投资的客户做了无数次。格林穿着很随意，夹克、开领衬衫和松垮垮的裤子；可保尔森却西装革履。格林意识到，保尔森这是在做商业演示呢，可不是来跟老朋友叙旧的。

步入正题几分钟后，格林想说说自己的观点，却被保尔森打断了。

“听我说。”他语气斩钉截铁，声音也提高了几分贝。

格林不明白，保尔森为什么会有这么奇怪的举动。他脸上没有微笑，言语

中也没有幽默，而且还一直保持着那种奇怪的严肃神情。为什么两人就不能跟从前一样在保尔森的私人办公室里谈笑风生呢？

格林觉得，怎么好像他不认识我一样。

保尔森滔滔不绝地又讲了20分钟，翻开了一本精心制作的营销文件，点出佩莱格里尼对房市研究的数据。他对描述了公司的新“信贷”基金如何为次级抵押贷款购买保险。格林不再去理会朋友的奇怪举动，认真听着保尔森的描述。

格林并不清楚保尔森的处境有多难。如果格林投资，那就是保尔森基金的一剂助燃剂。但是他还觉得特别矛盾，如果跟朋友说得太细，其他人可能就会听到风声，然后模仿他的动作，大好的盈利就打水漂了。

“投资商很容易明白，可是我能花在保险上的金钱毕竟有限。”保尔森这样解释。

格林对刚才的演示很感兴趣，但还是不想购买基金。这究竟怎么运转的，他根本摸不着头脑。而且他也不明白为什么自己要投资基金才能卖空市场，他难道就不能像从前一样，在保尔森那儿取经，然后自己做这笔生意吗？

“我自己干不行吗？”

保尔森看起来很失望。“你拿不到ISDA啊。”他说的是国际掉期及衍生工具协会（International Swaps and Derivative Association）提供的，进行复杂CDS合约交易所需的正式文件。

周五，两人约好晚饭见面。这次，保尔森看起来比较友好，也随意些，格林这才宽下心来。

“杰弗里，这可是笔大买卖啊。”保尔森对格林神秘地说，“要是做成了，我可就不是这层次了。”

格林还是不太懂保尔森的意思。

“约翰说的什么，我压根就没懂，什么股份，信贷违约掉期的。”格林回忆，“真的很难明白，其实这根本也不是什么卖空，就是一种效仿债券的衍生品……我觉得我应该找个人给我讲明白。”

第二天，格林请来了一位老朋友，数学家和计算机科学博士吉姆·克拉克（Jim Clark），共用午餐。他曾帮助开创网景通信（Netscape Communications）

等互联网公司，格林希望他能给自己一些指导。午饭定在了曼哈顿上东区的内罗饭店，店主是保尔森的一个朋友。但是饭后，克拉克说，他也没明白保尔森是什么意思。

回到洛杉矶之后，格林还在想着保尔森的这档生意。购买便宜的保险，担保别人高风险的抵押贷款，哪儿有这么好的事啊。保尔森说格林自己做不成这笔交易。但格林可是只手撑起了自己的天空呀，或许他能用这些按揭投资保护自己的财产呢？

好莱坞的钻石王老五

格林出生在马萨诸塞州伍斯特市（Worcester）的一个蓝领社区中，与金碧辉煌的洛杉矶简直是两个世界。父亲马修（Marshall）继承家业，在一家纺织厂倒卖机械部件。有时候，父亲在新英格兰出售针织线轴和部件，杰弗里就跟父亲一起转来转去。

格林一家所住的社区大部分是犹太人，公寓楼密密麻麻，他家的房子三室一浴。母亲芭芭拉在一所希伯来文学校教书，每周工作三天。他有个姐姐，大他两岁半，还有个弟弟，比他小8岁。家里穷，暑假没法把孩子们送去夏令营，但在附近的租了一套两居室的房子，非常舒适，就在马萨诸塞南岸的南斯基特海滩（Nantasket Beach），离海边只有两个街区。

杰弗里跟外公特别亲密——他来自东欧，是个卖针头线脑的小商贩。因为住的地方时常有罪犯出没，他就关闭了店面，上门销售，也给邻居赊账卖东西。干活的时候，他总是带上自己的孙子。

格林长得很俊俏，而且好学，有点书呆子气。他从不嗑药，在高中乐队中吹喇叭，而且从来没认真交过女朋友。在朋友家木板搭成的地下室里随着比吉兹（Bee Gees）的音乐跳舞，对格林来说已经很出格了。

20世纪60年代，为了寻求廉价劳动力，工厂都搬到了南方，马修·格林的生意日益败落。于是，他跟随顾客们，穿梭在田纳西的查塔努加市（Chattanooga），南加州的斯帕坦堡（Spartanburg）和佐治亚的福特奥格尔索普

（Fort Oglethorpe）。打电话回家的时候，儿子总是能够听出他声音中的沮丧。他一向是位和蔼的销售员，这可是个不小的打击。

“他每次都是努力做出开心的样子，但是我能感觉到，他不好。”格林回忆道。

格林的母亲生于大萧条时代，很能精打细算，经常出入当地的折扣巨头菲林店（Filene's Basement）。有一年，她给孩子买了不太常见的丝绒衬衫，虽然缝合线有点开了，但是并不显眼，于是招来了格林朋友的眼光。马修和妻子的消费观很不相同，他根本存不住钱，两人婚姻关系越来越紧张。

马修曾经做过一段图章生意，然后又转行拍卖。最终，他在佛罗里达的西棕榈滩得到了一份出售苏打的买卖。可是这些都没怎么赚钱。

但是儿子的赚钱本事好像是天生的。下雪天里，杰弗里·格林都是邻里中第一个起床的，抓起一把铲子就去清扫小区的步行道，比那些有钱孩子用吹雪机还要快。他修草坪、送报纸，阵亡将士纪念日游行的时候，他跟着吹喇叭赚5美元的外快，还给有钱人当球童。他用存下来的钱买了一辆二手达特桑510。

马修后来决定举家迁往佛罗里达，好一家人团聚，格林却不同意，他不想离开他的朋友。父母就只好由着他，让他住进了一个伯祖母家里的空房子。那一年，格林才15岁。

“我不会开车，伯祖母也不会，”格林说，“所以每次都是坐车。”

每逢放假，杰弗里就乘飞机到南方去帮父亲做生意。他们装上满满一卡车的软饮料，放进佛罗里达汽车旅馆、公司和农场的售货机里。有些时候，他们得套上长靴子，才能走过泥地，绕开虫蛇。

“父亲总是很为我骄傲。”格林回想起来说，“但他的余生真的很艰辛。”

那段日子，母亲平常在一家幼儿园上班，空闲的时候就在棕榈滩那栋高高的布瑞克斯饭店（Breakers Hotel）当女招待。

格林高中的时候并不是十分出色。但他的班级竞争力很强，不少同学都被录取到了美国著名高校。格林也进入巴尔迪莫的约翰·霍普金斯大学（Johns Hopkins University），拿半额奖学金。学校正好位于波士顿的家和父母在佛罗里达的住所之间。他多修了几门课，3年就顺利毕业了，部分原因也是为了省钱。

1973年的一天，格林在当地的报纸上看见了一则“电话销售职位”广告。当时很少有人听说过电话销售，但格林看了却特别感兴趣。这个职位的工资是每小时2.5美元或佣金制，比那个年代每小时1.6美元的最低工资要丰厚。工作是向当地的商业组织销售马戏票。顾客推测，所得的盈利大概都会流入地方警局、火警和其他非营利组织，也就没什么意见。可是做电话销售服务的生意人们，通常可是分到不小的一杯羹呢。

第一天早上，格林穿过一长排办公桌，找到自己的座位，然后用老板教的那种标准声调，开始打电话。

“您好，这里是兄弟警察联谊（Fraternal Police Association）。我们今年为马戏场的马戏表演提供赞助。请问您愿意购买一些门票吗？”

他这样根本没做成几笔生意，再加上不习惯早起，没过几天，格林就觉得很无聊，很郁闷。

午饭过后，格林情绪有些恢复了。他决定给这些死板的言辞添点油加点醋。

“您好，最近怎么样啊？”他满腔热血，把自己打造成了一个热心的邻居。“兄弟警察把马戏团带到镇上来了。我们可是指着您来赏脸呢！”

一天下来，格林的销售量是办公室其他人的6倍。于是他选择了佣金，而不是按小时计算了。

“那根本算不上什么马戏。”格林说，“就一只大象，还在票上印着。反正我每天赚到100美元了，而且我发现我真的很喜欢销售。”

格林于是接着干了下来，但也没放弃从前的投递工作。一段日子后，他每周进账能到500美元，比父亲的薪水还高。一天，电话销售公司的经理把格林拉到一旁，问他愿不愿意退学跟他一起在弗吉尼亚做马戏团生意。格林一开始拒绝了。但是他发现，老板虽然只比自己大一岁，却已经开上了凯迪拉克多拉多。很明显，运营业务的老板们赚的更多。于是，他又找到老板，说：“我想过了，跟你干推销。”

父母劝他趁早别想，告诉他这个工作风险太大，而且去南部的机票太昂贵。但是格林却抓住了这个机会。事实证明，他果真是个天才。

“我们把假日马戏团给镇上带来咯！指着您订我们的门票呢！好极了！15张票一打您看成吗？”

那个夏天，格林一直在卖马戏票。他发现自己很容易就能看穿顾客，知道什么样的人能买一堆，什么样的人就是不肯买，还想出独特的方法，让顾客感到亲切。有一次，格林打电话，那家人的姓氏听起来像爱尔兰人，于是他就给自己也取了爱尔兰风味的名字——杰弗里·奥哈拉。要是碰上意大利人，他就换上个意大利姓氏。有时候他还会说话掺上点口音，故意模仿电话那边的语调，甚至会说点犹太语言，或者就着爱尔兰的拍子。

“听他们说话的语调啊，节奏啊，我就知道我该怎么做了。”格林说。

他来到了佐治亚州的萨瓦纳（Savannah），成立了另一个办公室，雇了18名年轻人，让其中的几个在机构内进行管理，直接向格林回报工作情况。盈利的20%归入当地慈善组织哥伦布骑士会（Knights of Columbus），40%留在公司，还有40%归格林，而格林再用这笔钱支付员工工资。才3个星期，他就赚了1 000美元。

第二年夏天期末考试结束之后，格林重操旧业，给当地一家小公司打工，住经济旅馆，每天在必胜客和时时乐吃自助，总共赚了1万块钱。

“我朋友们都在喝酒啊，玩啊，”格林说，“但是我却在赚钱。”

1974年，格林大学毕业，开始在一些小城市里做电话生意。在佐治亚罗马城，维吉尼亚的詹姆斯敦，宾夕法尼亚的盖茨堡，将他的生意发展了几千英里。因为从前的马戏活动，当地的商家都认识格林，于是没过多久，他一天的收入就几乎达到了1 000美元。

几年后，格林的银行账户中有了10万美元的存款，这对一个年轻人来说的确相当不容易。这已经足够支付他在哈佛商学院的学费。1977年9月，格林步入了这所高等学府的大门。

格林学习很认真，但仍然没有撒手他的马戏团生意。研究生第一年他就赚了5万，比商学院大部分毕业生还多好多，于是他更起劲了，想要把赚来的钱用作投资。房地产在当时是个不错的选择。格林出入当地的基瓦尼斯俱乐部（Kiwanis Clubs），和生意人讨论房地产，有时候还和马戏团的老板评头论足。

格林的几个朋友当时在哈佛购置了一栋三层公寓，住一层租两层，赚钱也不少。格林联系了附近蓝领社区萨默维尔（Somerville）的代理人，同意以3.7万美元的价格购买一套公寓，首付7 000美元。几天后，代理人就为格林在校园内找到了价格低廉的学生公寓，但是他决定要把生意做到底，于是把三层都租了出去。

“父母说起这事儿很头疼，都劝他别做了。”格林说，“可是我真心喜欢房地产。”

每月几百美元入账，格林马上就中了房地产的毒。

我要有更多的房子！他想。

于是他又买了一些三层公寓，每套房间对学生要价750美元/月，这跟附近的剑桥区比便宜多了。他把危房修葺了一下，也租了出去。哈佛第二年，格林就买了许多房子，然后再融资，继续购买；二年级毕业的时候，他已经有了18套。此外，他还说服了同班的杰夫·李伯特——也就是后来约翰·保尔森在波士顿咨询集团的第一任老总——也去购置房产。

格林的电话没完没了，不是推销马戏的生意人，就是房东和抵押贷款商。他也不会落下任何一节课，但有时候根本没有时间去阅读老师布置的案例分析。

“他根本不看书，压根也没这精力。所以，他就给我打电话，问：‘你读到哪儿了啊？’”李伯特回想起来说，“不过他总是能看出来谁是班上最聪明的，然后就从他那儿套出来作业里有什么内容。这可是他的老把戏了。”

20世纪70年代中期，格林瞅准了奄奄一息的房地产市场，伺机买下了廉价房产。过了没多久，市场恢复了生气，房价回升。这次跌宕过后，26岁的格林甚至比班里一些同学的家长都要有钱了。

格林的父亲是烟民，一天要吸两包烟才肯罢休。1979年，他突发心脏病去世，享年51岁。父亲一生经历坎坷，这样结局的确凄凉，也让格林思考良多。

“我意识到，我不想像父亲一样，就这样撒手放开了自己的事业，而且日复一日地挣扎。”格林回想当时的心境。

毕业之后，格林到了洛杉矶，在谢尔曼橡树地区（Sherman Oaks）租了一套房子，每月付一次房租，跟几个亲戚住得不远。不久后，他就在附近的布伦

特伍德（Brentwood）买了套一居室的独立公寓。

一直到这时，格林都不太参加社交活动。上高中上大学的时候，他几乎都是班里年纪最小的。暑假呢，他也一直在挨家挨户地卖马戏票。

但来到洛杉矶派对，格林马上就有了生气，好像刚刚冬眠归来的黑熊。他买了一辆银色敞篷奔驰，花了38.5万美元在贝艾尔市（Bel Air）的山上购置了一套280平的豪宅，配套泳池和极可意按摩浴缸（Jacuzzi）。26岁的那年，格林手中的房产价值已逾100万，一时名声大噪，大家都知道他是个哈佛天才，爱好出入派对和夜总会。甚至他说话不卷舌的伍斯特口音都成了他的标志。

“我背景跟别人都不一样，所以大家都把我看成天才。”他说，“突然，我就有这么精彩的社交生活，天呐，身边到处都是热辣的姑娘。”

一次，格林受邀前往双陆棋锦标赛，发现前面站着的是自己童年的偶像——露西尔·鲍尔（Lucille Ball）。晚上，他又看到了大明星弗兰克·西纳特拉（Frank Sinatra）。

格林想，自己应该像在波士顿时一样，继续在洛杉矶投资房地产，但问题在于，他把握不太清楚西岸市场的动向。格林习惯于直来直去的计算方式：如果公寓租售能赚钱就买下。他每次出价都能拿下房产，而房主看起来也很乐意把这些可以租售的房子卖出去。他们更倾向另一种赚钱方式：出售房产，而不是靠租金。

格林很不适应这种方式，决定扩展经营。他手下已经有了几百名员工，帮他打电话卖马戏票。也许格林安排些其他的什么活动，他们也能做票务出售呢？

他开始寻找积极向上、以家庭为导向的乐队，签下了新克利斯提诗人乐队（New Christy Minstrels）——这个组合一度拥有约翰·丹佛儿（John Denver）和肯尼·罗杰斯（Kenny Rogers），最著名的单曲是《这是你们的土地》（This Land is Your Land）。乐队承诺在全国开办40场演出，格林马上就赚到了钱。

接着，格林又请来了塞伦迪皮蒂歌手（Serendipity Singers）、加里·刘易斯（Gary Lewis）和花花公子（Playboys）、格伦·亚伯勒（Glenn Yarborough）和李

克·内尔森（Rick Nelson）等人专场演出，这些一夜成名的明星们也很乐意继续发展自己的事业。1984年，这些人为格林带来了100万美元的盈利。

全国上下，律师们都开始打击误导性电话销售。格林也接到了一封警告信，称他的员工没有完全透露售票所得金额有多少进入慈善基金。他也不想再赌，于是1986年，格林关闭了公司，一心在当地做房地产买卖。

他想把高价买下的房地产在洛杉矶炒得更高，就需大批买入。最开始，他的购买对象是布伦特伍德的8单元公寓楼，马上就有了1 500亿美元的地产。市场飙升，格林的资产6年内猛增到1.1亿美元。除去当时从银行贷的8 000万，到手近3 000万美元。格林在公司中雇用了35名员工，管理所有的房地产，出借人争先恐后要给他贷款。

“我大批购买，去银行疯狂地短期贷款。”格林说。

然而，20世纪90年代早期，加利福尼亚房市崩盘，打了格林一个措手不及。他本来以为会有一个下滑期，可是没想到突然间房市就一蹶不振了，连最好的地产也没有回旋的余地。他当时手上持有5栋办公楼和350栋公寓楼，一转眼的功夫，价值就跌成5 000万美元，而格林现在面前的，却是6 000万美元的贷款。借贷商威胁要取回格林地产的回赎权，让他破产。他只能找个别的法子来还清贷款。格林的商途一直顺风顺水，这是他的第一次危机。

“真的没有意料到，没有想到会有这样的事情发生。”格林说，“就好像有人突然开启了开关——完全没有预警。每天我都要问自己：‘我该怎么办啊？’”

格林在布伦特伍德为自己建造了一所占地930平方米的豪宅，南面面向太平洋的旖旎风景，西面可尽览圣莫尼卡山脉，西南部是百年松树林。因为急需用钱，格林只能把房子用做出租，招来了戴安娜·罗斯（Diana Ross）等人住，每月进账5万美元。但是他和同样前来租房的演员兼导演罗恩·霍华德（Ron Howard）产生了纠纷，于是财政就更有压力了。

格林让借款人们都无可奈何，他们只能等待，而格林却坚信翻身指日可待。然而情况越来越糟，没过多久，房产价值甚至下跌到债务金额之下。贷款马上就要到期，但是格林还是找不到买主。格林甚至听见敲门声都不敢答应，担心有人会把他告上法庭。

格林在联邦格兰戴尔银行（Glendale Federal）欠下了5 000多万美元，于是同意押上几套住房，把债务缩减到了3 500万。但格林的现金却流失得越来越快。他彻夜不眠，从A计划一直列到Z计划，想找到一种补救办法。这么多年，他含辛茹苦，也取得了这么显著的成就，到头来却落得一场空。更惨的是，他砸锅卖铁都还不清了。

1994年的一天，格林要求去见一位格兰戴尔的副总裁。他和几名员工在一间小会议室里，格林在他们对面坐下，用乐观的语调对自己的控股进行分析，详细阐述如何通过销售和再融资，还清自己的债务。

每当他讲完计划的一步，他得到的都是副总裁同样的回应："不太明白。"

推介完成后，副总裁最后一次跟他说："不明白，不明白，不怎么明白。"

"我都不知道怎么下台。"格林回忆说。

1995年，格林正打算放手不干，洛杉矶的房市就开始回暖。一年后，他的房产升值，还完贷款之后尚有盈余。格林以1 200万美元将一栋建筑卖给盖蒂博物馆（Getty Museum），于是就不再像从前那么拮据了。但他却没有用这笔钱去还贷款，而是以超便宜的价格买下了另外三栋正在甩卖的楼盘。

接下来的几年中，格林又卯足了劲儿去买房。有的人在房市中伤痕累累，想要抓紧甩卖房产，标价远远低于重置成本。而格林就把握住了这样的机会。

格林使用固定利率的10年非追索性抵押贷款，避开了他一度依赖的超廉价可调利率抵押贷款。他以最快的速度重新融资，调整到更低利率，保持了债务的低开销。

他再次成了当地房产经纪商的最爱。他们知道，这位大爷就算是只听描述，觉得喜欢一块地产，也会高额买下。

"我对一栋房子再融资，不出15分钟就拿这些钱去找另一桩生意。"格林说，"这是辆快车，我可不想下来。"

到2003年，格林的房产如果按照某些会计的估算方法已经价值8亿美元。他过着奢华的日子，在好莱坞山（Hollywood Hills）买下了1 400平米的房子。这块房产从前为赫尔茨（W.C. Fields）所有。格林家晚上笙歌艳舞，许多模特、名流和他的新朋友都聚集于此。《名利场》（*Vanity Fair*）杂志将其列

为洛杉矶夜生活的头号人物。好莱坞女星海蒂·弗雷斯同前男友分手后在他的客房中住了一年，逾越节甚至同格林一起和他母亲用餐。而他在布伦特伍德的房间，也曾租给安吉丽娜·朱莉、50美分和玛丽亚·凯莉等名流。

他很少交稳定的女朋友，流连于一个个愿意同他上床的女人之间，包括一些刚来洛杉矶的俄罗斯模特儿。

"我没有固定的伴侣，因为城里总有那么多女人。"格林承认。

但是母亲却开始担心，儿子一辈子都安定不下来。

"你身边这么多漂亮姑娘，为什么不正经地找个老婆呢？"她去洛杉矶看儿子的时候这样问。

"什么老婆？"格林回答，说好几个朋友有老婆都离婚了。可是内心深处，他问自己同样的问题。

玩弄手段那么多年，格林的财富却大部分都是房地产估价的文件。这让他感到十分不安。

"其实我脑海中总是会浮现从前那段噩梦般的日子。"格林说。

他走遍全国，却搞不太明白为什么房地产到处都在疯狂升值。在房市如火如荼的迈阿密，一位朋友告诉他，一群南美人现在买下了当地所有的房子，但这样的解释在格林看来远远不能说明问题。

"那有多少南美富翁啊？他们就真的需要上千套公寓？"

格林卖掉了一些房产，但涨势却仍然强劲。他觉得自己肯定是杞人忧天，于是又开始投入房地产买卖。

然而，到了2005年，几次出差过后，他却更加警惕了。格林和当时的女朋友搭着44米长的游艇"夏风号"从西班牙出发，开始了为期两个月的旅行，途径基辅、奥德萨和雅尔塔，游览伊斯坦布尔和黑海沿海城市。每次经停，都有各种各样的朋友做地陪：迈克·泰森、格林在贝弗利所罗门艺术神殿的法师大卫·巴伦（David Baron），还有他的土耳其朋友阿里·卡拉坎（Ali Karacan）。格林请来了两位乌克兰脱衣舞娘助兴，还从几个沿海的镇子上招来了几名女招待，一些姑娘按摩技术不错。潜水归来，或者刚刚玩完喷气滑雪或者皮划艇，享受一把这样的服务，煞是惬意。

白天，他们参观海边零零星星的半成品房地产项目；晚上，就和当地人欢歌纵舞。很多名流都来给格林捧场，吃着格林厨师烧烤的羊羔肉，蘸着大碗鱼子酱慢慢品味。每到一座城市，都会有共产党时代的政治人物介绍他们正在开发的房产项目；在罗马尼亚海港城市康斯坦察（Constanta），市长甚至都想要出售给格林一个价值几百万美元的滨海楼盘。

“这太疯狂了。”格林对阿里说，“大家都想当开发商——整个世界都搞房地产吗？这价位谁会买啊？”

回家的飞机上，格林的湾流（Gulfstream）飞行员左一句右一句，问他一些房市的入门知识。格林却摇了摇头，他越来越觉得难以置信。

2006年春，格林觉得局势已经失去了控制，就不再购入房地产。然而，他却不知道该做些什么。他可不想卖掉房子，向政府支付高额的税务。但是他需要采取一些保护措施，以免房市再次崩溃。如此看来，似乎约翰·保尔森提到的那笔交易是最好的选择。

回到纽约，格林找到了从前一位顶级的债券交易员盖瑞·温尼克（Gary Winnick）和当地一位重要的房地产经纪商弗雷德·桑德斯（Fred Sands）；可是说到保尔森的生意，两个人都没有什么深入的见解，也都不愿意和格林一起投资。

“我一般喜欢跟别人一起干，这样觉得有安全感。”他说，“但是没人想跟我一起做这笔生意。”

格林不停地问，抵押贷款存在这么多问题，为什么还有人愿意这么便宜地卖保险呢？保尔森这笔生意又是跟谁做的呢？

格林让桑德斯打电话问问他的朋友，美国国家金融公司CEO安吉洛·莫齐洛，看看他对次贷有什么样的看法。他得到了莫齐洛的留言：“干这行永远挣不到钱，这都谁的馊主意啊？你就没完没了支付保险费吧，因为根本不会出现问题。”

一位高盛经纪人对格林说：这就好比是买地震保险，浪费银子。“别碰这玩意儿。”他说。

但是根据当地的报纸和商业杂志报道，按照现今的房价，几乎没人买得起房。格林觉得，他肯定忽略了什么细节。

他又联系上了哈佛商学院的同学杰夫·李伯特。李伯特当时已经离开了和保尔森共事的波士顿咨询集团，成功地经营起一家房地产投资公司。

“80年代的时候我也是搞次贷出借的，这生意真是糟糕透了。”李伯特说。

“可是，现在这行当在华尔街能赚到上万亿呢。”

“您开什么玩笑！”

“你说什么也得做空。”格林严肃地说，希望朋友能够携手同他做这笔生意，“CDS似乎是最佳的选择。”

格林考虑，是不是要给保尔森投资2 000万。但是在还没有完全弄明白这个主意之前，就糊里糊涂地绑上这么一大笔钱，也不知道做的对不对。也许他应该先搞清楚保尔森买入的是什么衍生品，然后自己做这笔生意。

“其实当时我也想是不是要告诉他。”格林回忆起当时的情景，“但是谁知道我会不会做下去呢？”

他打电话给国家金融公司的联系人，咨询他们在做哪些比较激进性的贷款。

“这种‘上报收入’贷款能行吗？没有证明文件，怎么能拿到贷款呢？”

国家金融公司代表告诉格林，出借机构没有权利向雇主索要员工收入情况的证明文件。

“我们进入salary.com这个网站，然后点击这个工作，看看最高工资能达到什么水平。”她解释。然后，公司就把这个数据填到表格中。

格林马上就听出了其中的猫腻：内华达、得克萨斯这些州的建筑师、教师或者会计的收入可能都不到纽约这种高收入地区的一半，但是在次贷申请表上，他们却能声明自己有这么高的收入，购买一套他们根本无力支付的房子。

“那您倒是说，要不用这种办法，他们怎么才能买得起房呢？”一位按揭业内的朋友说，他还向格林透露了一些得到巨额贷款的秘密。

格林驱车前往河边郡和南加州的其他城市，和次贷经纪人见面。他发现，很多借款人要能支付得起贷款，唯一的方法就是对房产再融资，有的时候甚至一年3次。

“当时那感觉就是，‘哈，原来是这么回事儿！’”他说。

债券业内，也有人给格林打过预防针：如果他一年花几百万买按揭保险套

牢了，他就得破产。但是如果大部分的次贷借款人都在未来3年左右再融资，只需再买几年的CDS保险，他就发财了。

格林就知道保尔森在这笔交易上有事瞒着他。他本来只是想找到一种保护自己资产的方案，结果却觉得自己发现了一笔超级赚钱的生意。他拨通了自己在美林经纪人阿兰·扎弗兰（Alan Zafran）的电话，把约翰·保尔森的想法告诉了他。他想要扎弗兰也为自己促成这样一笔生意。

“别说我没提醒过你啊，这可不一定合适个体经济账户。”扎弗兰告诉他。

扎弗兰从前听说过约翰·保尔森和他的公司，也知道他这笔生意背后的理念，觉得没什么不妥。扎弗兰在美林曾经拉拢来几家最大的客户，但他担心公司不会放手让他和格林这样的个人客户进行这种复杂的交易。

几天过后，扎弗兰的上司就放下话来，这笔生意不能做。格林的账面资产的确有好几亿，但是大部分都捆绑在房地产中。他在美林的账户中只有5 000万——按照个人资产算的确不少，但和同美林交易CDS的大公司相比，就微乎其微了。

扎弗兰也听到有传言称，微软的奠基人之一保罗·艾伦（Paul Allen）也一度要求进行同样的交易，却被他的高盛经纪人拒绝。看来，格林要想等到绿灯，真的是遥遥无期了。

“别忘了你就是一两条腿的个人，不是对冲基金。想拿下这笔交易根本不可能。”扎弗兰说。格林却毫不动摇。

“你可是聪明人呐——想个办法嘛。”

格林见缝插针，没完没了地催扎弗兰。扎弗兰咨询了公司中其他可能会赞同这笔交易的高层人员，却一无所获。美林高层说，对个人客户而言，衍生品交易过于复杂。如果蒙受了重大损失，公司可不想吃官司。很多次扎弗兰在公司中都吃了闭门羹，但是他担心格林会反应过激，从来没有说过这些。

“你肯定是还没尽力。”格林会这样对扎弗兰说，“再想想其他的办法。”

刚入5月的时候，扎弗兰终于找到了几位赞成的高管，他们也正在寻求方法，好让个人客户也能够购买房屋保险。他们承诺只要格林签字，称这笔生意是“非被动交易”，一次有效，就会尽量帮助扎弗兰。为了这事情，美林十几

位高管都得辞职，但是格林却高兴极了——他成了第一位购买 CDS 合约的个人客户。

格林已经精心挑选了 13 只 BBB 评级的按揭债券，对其提供支持的都是一些看似风险相当大的抵押贷款，由分布在加利福尼亚洲、内华达州等地的信贷不良借款人贷出，大部分都是以很低的诱惑利率在不带产权的情况下购买，买入 2 年后利率将会面临大幅上升。这些债券每只 1 500 万美元，加起来也就是 1.95 亿。格林买下了所有这些贷款的 CDS 保护，每只年利率 1.25%。他的衍生品投资每年需交付 240 万美元。但如果这些按揭证券贬值，他购买的保险就会一跃升值到 1.95 亿美元。

过了几天，扎弗兰告诉格林，买卖可以开始了。格林马上就为 7 500 多亿美元的 BBB 按揭证券份额购买了保险。5 月下旬，他已经买入了 3 500 多万美元按揭证券的保护，以及 2 500 多万的 ABX 指数保护——这些指数是由许多银行共同开发，旨在反映过去半年中的次级贷款价值。他甚至还购买了相对安全的 A 评级按揭份额保护。合约便宜得让格林无法拒绝。

他继续买入，并结识了一位愿意向他出售这些投资的摩根大通经纪人。一番讨价还价之后，格林答应每年为 CDS 合约支付 1 200 万美元，为愈 10 亿美元次贷支持的债券进行保护。

但格林心里总有一些不踏实。一个多月后，纽约的美网公开赛上，格林受邀同摩根大通的 CEO 杰米·戴蒙（Jamie Dimon）共同出席，坐在摩根的私人包间中。格林非常兴奋，他终于等到了专业人士评价下他的买卖，告诉自己是不是真的错过了什么。

我才刚入门呢，人家可是专家!

迪蒙到了格林这边，脸上挂着和善的微笑。格林觉得机会来了，他无法抑制自己的兴奋。

“你好啊，杰米。我最大的份额都用来买 CDS 卖空次贷了。跟你们做了 4 亿美元的生意呢。”

但是迪蒙却面无表情，问道：“你说什么？”

格林像被泼了一头冷水。迪蒙可以称得上是金融市场中的领军人物了。可

是他看起来对CDS一无所知。就算提到4亿美元的生意，迪蒙似乎也丝毫没有兴趣，他目不转睛地盯着网球比赛，已经到了淘汰赛阶段，罗杰·费德勒在防守德约科维奇的进攻。迪蒙环视了一下包厢，对其他客人微笑致意。

格林想，是不是我得再解释解释？他努力地向西蒙描述了这笔交易，越说越快，越说越兴奋。格林确定摩根也购买了相同的衍生品，不然，可能他们发现了这笔交易中的致命缺陷？格林等着迪蒙的回应，坐立不安。

迪蒙却根本没什么反应。格林觉得，他不然就是觉得无聊，不然就根本不知道这笔交易怎么回事儿。怎么会是这个样子？

过了一会儿，迪蒙找了个借口离开，去问候其他客户。

洛杉矶。阿兰·扎弗兰拨通了几位同他关系最好的客户，推销和格林类似的交易。有几位觉得这个主意不错，让扎弗兰放手去做。但美林的负责人却坚决反对，只允许一名客户继续交易，而且规模也比格林小得多。

格林刚好搭上了末班车。

初涉CDS

格林通过自学加深对按揭市场了解之时，仍同保尔森保持联系，跟他发邮件交流自己在同多位业内经纪人谈话中总结出来的对市场的见解。可保尔森却从未给他回复。格林觉得朋友肯定是太忙了，不然就是觉得他的这些想法和小道消息没什么意思。

6月，格林计划开游艇去汉普顿和新英格兰。马上就能见到保尔森和几个其他的朋友，他特别兴奋，而且，他们还要在萨洛港（Sag Harbor）隆重庆祝迈克·泰森40岁的生日呢。

出发之前，格林给保尔森发了一封邮件，说自己现在对投资他的新基金很有兴趣。他顺便提到，自己也做了些这样的生意，有一些问题不是很明白。

保尔森火速回复了邮件。

“什么生意？”

“就是咱俩谈的那生意啊。”

“我真不敢相信你居然去做了，你这是背叛。”保尔森写道。格林知道保尔森发火了，一下子不知如何是好。“那我得停手吗，老兄？”“是的，停下来 。”

格林思考了好几天，不知道是不是真的应该退出。他不想惹朋友生气，觉得自己可能做得也不是很合适。

这真他妈太复杂了，我真应该让他做算了。

但是格林也做了许多功课，投资到了这个地步，退出也不容易，因为这样的交易转让根本没那么频繁。因此，格林决定继续。做这样的决定，他终究会自食其果。





The Greatest Trade Ever

第8章 离大赚一笔的目标越来越近了

高盛ABX指数的CDS保护顶级交易员乔希·伯恩鲍姆没完没了地询问罗森博格，保尔森最终打算购买多少保护。保尔森和佩莱格里尼听到了伯恩鲍姆询问的风声，就告诉罗森博格千万别把情况透露出去。他们担心，如果他看到还有这么大笔生意要做，定然会提升CDS保护的价格。

加大买入

约翰·保尔森没有联络到几个想在他的新基金上下功夫的人。如果真要做这笔生意，他就得靠朋友、靠家人。他的棒球球友杰弗里·塔兰特最终说服了自己的合作伙伴，拿出了6 000万美元，其中好几个甚至从账面上拨出了几百万。安德鲁·霍恩也拿出几十万。保尔森自己呢，更是倒空了自己在当地摩根大通的存款，投了3 000万——这大概是保尔森“内账房”的全部财产。

这样加起来也不过1.47亿，比起当时那些动辄几十亿美元的新基金，根本不值一提。而就算签署了合同，这些人也未必都相信保尔森。有些人是房地产专家，这么做不过想保护自己的资产。他们的算盘打得更是如意：保尔森这桩交易失败了没关系，因为这样他们的房地产投资组合就发达了。

保尔森好像一位等待猎物出现的猎人，和他的团队目不转睛地盯着房价，希望从中找到一丝疲软的预兆，然后扣动交易的扳机。

6月初的一天，罗森博格冲进了保尔森的办公室，手中拿着刚刚打印出来的新闻：全美房地产经纪协会数据显示，过去一年中房价仅上升了1%。保尔森的嘴角掠过一丝不易觉察的微笑——这正是他希望看到的。他的团队已经预测到，如果房价停止上涨，BBB评级的抵押债券就会开始贬值。这个时刻似乎马上就要到来了。

“这是一个关键的时刻。”保尔森说。

那天早上，华尔街上下大大小小的交易员都深入分析了这一数据。保尔森

开始担心自己的机遇之窗就这样关上了。但他稳住了情绪。他的其他的基金也都购买了按揭保险，但他专门用来卖空房市的“信贷”基金却一笔生意还没有做。他感到这正是重拳出击的时候，此时不干，更待何时？多拖一天，他就可能错失机会。

他觉得，1.47万美元差不多了，最起码能起个头。因此，保尔森就正式推出了他的基金，给罗森博格发话：开始买入。

罗森博格34岁，身材不高，带着眼镜，在对冲基金已经工作了4年之久。他的座位就在保尔森办公室的外面，很近，甚至都能一天到晚讨论市场信息。他每天上班都很早，早上8点保尔森来了之后两人互相问候，晚上6点之后道晚安，然后回家。

不过罗森博格却不知道老板在忙活什么。两个人关系也不那么亲密。保尔森从没见过罗森博格的家人，罗森博格也从来不和保尔森聊私事。

其实，保尔森对大部分员工都是如此。可罗森博格却不介意老板跟他关系不亲密。这位长岛市鞋销售主管的儿子、杜兰大学（Tulane University）的毕业生总是专注认真，还有几分书生气。他办公桌上唯一的装饰品就是一只假乌龟和一张厚纸板：乌龟是两块石头搭成的，而那张纸板是儿子的礼物。做成一笔生意后，他不指望跟别人击掌欢呼——他和保尔森一样，都不是很习惯用这样的方式庆祝。

自从保尔森给他开亮了绿灯，罗森博格就拼命地在按揭保险升值之前，尽可能多地买入。同时，他还要提防着，不要给竞争对手通风报信，免得他们效仿，哄抬CDS合约价格。罗森博格的电话从未间断，去华尔街重要的几家银行下订单，把1.47亿美元全部用来购买了BBB评级的债券保护；而表面上，他还要努力装作什么事情都没有发生。

“这儿什么水平了？”他向一位交易员套报价，尽量表现得很平静。然后，罗森博格让电话上的联系人稍等，好显得自己很淡定，吊人家一会儿再回线路购买。罗森博格比较缺乏感情，这下子派上了用场——经纪人中很少能有人听出他望眼欲穿地想要买下一大笔CDS保险。保尔森经常站在罗森博格背后，摆出一副凌人的架势；而罗森博格却不予理会，继续打电话。

他马上就发现了机遇。每次罗森博格要求购买保险的时候，都有六七家银行标出低得惊人的价格。这些银行的反应让保尔森很困惑——好像房市的牛市才刚刚开始，丝毫没有显出疲软的迹象。

大家难道都没看见今天的新闻说房价下跌了吗？

保尔森又抓紧多买入了好些。

"这就好像真空，人们吸得一干二净。"保尔森回忆起当时的情景，"我们发了一个单子，上面列着我们需要买哪些保险，然后马上就能抢购到。我真的不敢相信。"

2006 年，ABX 指数被引入市场，用来对次级抵押贷款进行跟踪；保尔森团队马上也对它购买了 CDS 保护。这是他们的另一个方案，消费会比他之前购买的几只按揭债券 CDS 保护稍贵一些，但交易量却更大，这样保尔森后面就更容易找到退路。保尔森基金甚至担保了一些追踪相对安全的 A 评级抵押债券指数。

刚开始，交易员们看到诱人的佣金，都很愿意卖给保尔森 CDS 保险。这样出售按揭保险挣到钱后，他们就能够创造可用于买卖的看涨投资工具。

在摩根士丹利，一位交易员同保尔森又敲定了一笔生意，他放下电话后，带着几分不相信。

"这家伙疯了吧。"他不怀好意地笑了，听到保尔森同意支付这么多保险年金他特别惊讶，"他就打算这么砸钱啊？"

可过了没多久，这些交易员们就开始看不穿保尔森，这样的买入究竟何时才是个尽头。他们卖给保尔森的 CDS 保护越多，就越得去寻找看涨房市、同保尔森立场相对的投资商。有些人担心，他们如果不能找到足够的投资商卖出手上的合约，就可能会困在保尔森手上，房市再出现问题，危险的就是他们了。

而其他有些人，看起来却好像为了自家银行的投资工具进行交易，依据呢，就是他们手上的数学模型——如果用这样的方法计算，出售给保尔森保险的确没有什么风险。如果他继续大量买入，银行为应对他们自己投资工具造成的损失，可能会对保护进行涨价。

高盛 ABX 指数的 CDS 保护顶级交易员乔希·伯恩鲍姆（Josh Birnbaum）

没完没了地询问罗森博格，保尔森最终打算购买多少保护。保尔森和佩莱格里尼听到了伯恩鲍姆询问的风声，就告诉罗森博格千万别把情况透露出去。他们担心，如果他看到还有这么大笔生意要做，定然会提升 CDS 保护的价格。

虽然遇到挫折，但伯恩鲍姆仍不死心，要求面见保尔森。他当时才 34 岁，瘦瘦的，看起来很年轻，但是发迹中却有几绺银丝，还是单身。会议室中，他和保尔森、佩莱格里尼和罗森博格面对面坐下，开门见山。

“您要是一直卖，我就一直买。”他说，“我们有几个客户跟您持对立立场，我也会加入他们。”

伯恩鲍姆想要告诉保尔森，他大错特错。不仅是伯恩鲍姆的客户不看好他，就连伯恩鲍姆自己也一样。他还一直盯着，看保尔森团队是否会去看跌更安全的市场。

“你看，我们该做的已经做了，也没看到人家损失啊。”伯恩鲍姆说。

保尔森团队中有些人也猜不出伯恩鲍姆到底打的什么算盘。他是真的提防他们呢，还是就为了不让公司去卖空更多的 ABX 指数呢？他真的是害怕这笔交易会对高盛造成损失吗？

“如果说我们知道的比高盛多，这样就冒昧的有些愚蠢了。”佩莱格里尼回想，毕竟高盛公司中高手云集，名声显赫。

伯恩鲍姆离开后，罗森博格走进保尔森的办公室，内心有些许动摇。伯恩鲍姆可是市场专家啊——那他们是不是该改变下立场呢？

保尔森看起来却很坚决。“继续买入，布拉德。”他对罗森博格说。

伯恩鲍姆刚回到高盛的交易大厅，罗森博格就拨通了他的电话，要求卖空更多 ABX。

“真的？”伯恩鲍姆有点吃惊，为什么他都做到这份上了，保尔森还不停手呢？

保尔森从贝尔斯登请来了抵押贷款专家，同团队进行辩论，确保万无一失。专家们走进了佩莱格里尼办公室旁边的“公园”会议室，屋里有一长排窗户，面向北方。过去开会的时候，大家都觉得看到外面的风景很分神。透过窗户，可以看见街道对面一幢有些反光的玻璃大楼，楼内的陈列室里有一条长走秀台，

经常能看见很多穿着性感克里斯蒂安·迪奥泳装的女模特。

这天下午，窗外却没什么风景。华尔街上最看好房市的贝尔斯登说，次贷证券的损失根本不太可能超过3%，BBB评级的抵押贷款交易也不会有太大程度的下滑。

“你们是很不错的客户，我们为你们着想。”贝尔斯登的专家说，“你们真应该多调查调查历史上的升值记录。”

“你们的模型是建立在什么基础上呢？”保尔森回应，“市场跟从前不一样了——现在什么文件都不需要就能拿到贷款。你们的模型考虑过这种情况吗？”

“我们的模型没什么问题。”一位贝尔斯登专家回答，他表现很有礼貌，也很自信，“我们都干这个干了20年了。”

贝尔斯登高级交易员斯科特·埃歇尔也添油加醋，说买入几家按揭资金池的这样一大笔保险根本就是误导。他警告：别把鸡蛋都搁一个篮子里。

听了保尔森团队的论调之后，埃歇尔很吃惊：保尔森公司这怎么也在经手几十亿美元的生意呢，这道理听起来也有点太简单了。他们难道就不知道按揭债券市场有多复杂吗?

佩莱格里尼认真地听着这段谈话，没有表现出太多的情绪。他确信，一些贝尔斯登的经理自己也觉得理由不充分，但他们的目的是想劝停保尔森，让他不要卖空太多，给贝尔斯登招来麻烦。可是他的内心，却非常激动。

他觉得两个巴掌才能拍响，于是就开始装做对看跌的立场重新考虑，好像客人的头头是道的理论终于把他说服了。

会议快要结束的时候，佩莱格里尼微笑着转向了贝尔斯登主管。“感谢您为我们提供帮助，谢谢，非常感谢。”他没敢表现出自己内心的想法。

“我们说，‘谢谢您，真的谢谢，’可是我们心里却在说，‘滚你妈的。’”佩莱格里尼说，“我们都装相呢。”

公司同华尔街专家面谈的时候，保尔森都保持着自己面无表情的神态。他仔细分析专家们的观点，更加确定自己根本没有闪失，但是他从来没有透露自己对市场的真实看法。如果他希望继续廉价买人，就不能显示得对保险如饥似渴。

"然后大家就觉得，我这个经理根本没什么经验。"他回忆道，"我得装傻充愣。可是大家一天到晚说我脑子缺根弦，要不然说我糊涂，我真的觉得很烦。"

虽然新基金不是很大，可是购买按揭保险的基金寥寥无几，因此，保尔森的动作马上传遍了市场。接下来的几个月中，几家新客户觉得房价可能已经见顶，于是就开始为保尔森写支票。而保尔森把这笔钱全部用来买入更多的保险。他们愈发担心对手可能会迎面赶上。一旦员工对别人说起新基金的投资策略，保尔森就怒气冲天，他甚至为员工计算机加载了新技术，拦截别人转发他的电子邮件。

保尔森打电话给保险大亨、AIG 创立人汉克·格林博格（Hank Greenberg），问他的斯塔尔公司（C.V. Starr）是不是愿意加入他的新基金。过去几年中，AIG 投入了几百亿美元出售次贷 CDS 合约，保尔森也知道，如果房市崩溃，AIG 马上岌岌可危。他告诉 AIG，如果投资自己的公司，就能避免这样的情况发生。

不过，格林博格团队的人们并不了解保尔森，于是就咨询了外界的一位专家，阿诺斯·克里斯纳姆斯（Anauth Crishnamurthy），让他做些评价。当天股市收盘后，克里斯纳姆斯来到公司，对保尔森投资关系主管佩莱格里尼和吉姆·王穷追不舍，逼问他们这样做的依据。保尔森刚好路过，于是他又问，为什么斯塔尔公司应该委托保尔森基金做 ABX 指数投资，而不能单干。

"交易中您的优势是什么呢？"

"这不重要，"保尔森回答，"这些债券肯定会变成一堆废纸。"

保尔森他们听了克里斯纳姆斯寻根究底后，开始担心他会同自己手中抢过这笔生意，教会他的主顾们如何进行投资。

会议不欢而散，佩莱格里尼将吉姆·王拉到一边，说："别跟他浪费时间了。"

保尔森仔细分析了抵押贷款服务的报告，发现借款人拖欠问题越来越严重。当年年初，美联储已经将短期借款利率从 4.25% 上调到了 5.25%。借款人必然面临着更大的压力。

> 2006年7月，布洛克税务统计公司（H&R Block）的次贷出借部门方案一抵押贷款公司（Option One Mortgage Company）报告盈利欠佳，承认发行的贷款中存在问题；而该部门的盈利大约占到公司一半。因为太多客户都不支付首付，公司只能从银行中赎回当时售出的抵押贷款。

保尔森热情再度高涨。“这是房市出现问题的第一批信号。”保尔森回忆。

保尔森信心越来越足，于是就开始竞价购买一幢630平米的7居室豪宅。房子在南安普顿，屋内配有玻璃房游泳池。最终，他以1 275万美元拍下。

> 2006年夏，保尔森带着妻子女儿，和布鲁斯·古德曼一家，在高档的南安普顿洗浴网球俱乐部（Southampton Bath and Tennis Club）一起用午餐。用餐过后，两位老朋友走向了沙滩，看着保尔森家的姑娘们在沙子上嬉戏。他们聊着工作，可是保尔森看起来比以往更加谨慎，好像藏着什么天大的秘密。
>
> 最后，保尔森终于敞开了心扉：“跟你说说现在我的处境吧，我给我的个人基金做了一笔大投资。布鲁斯啊，如果我干成了，可就真的发达了。”
>
> 保尔森微微一笑——多少年了，古德曼都没有见到他这么兴奋。他追问保尔森有什么好事儿，但是保尔森仍旧狡黠地保持着笑容。
>
> “我其实特想告诉你，布鲁斯，但是真的不行。”保尔森说。

保尔森的生意刚开始的时候，却遭遇了当头一棒：当年8月，他购买的保险价格跌落。而美联储又担心利率过高，给业主们压力，于是停止了提高利率，事情于是更加复杂了。一些投资商认为，时机成熟，美联储定然会降低利率，于是抵押贷款成本就会更低。房市的小命说不定还是保得住的。而保尔森的这笔生意，可能就没戏了。

保尔森的妻子在家里也表达了自己的这种担心，她问丈夫，是不是另有考虑。

“咱们等就是了。”保尔森安慰她，然后就出去跑步锻炼，一直跑到3英里外的中央公园。

也有朋友打进电话，问保尔森是不是要撤出一些资金，减小损失。

“你现在是什么情况？”彼得·索罗斯问，“有什么打算吗？”

“增加筹码。”他说。

按照保尔森的看法，CDS投资仍不被看好，公司损失点小钱，并不算什么坏消息。而且他告诉一个朋友，这样他就可以买入更多，简直是“天上掉馅饼。”

彼得·索罗斯被保尔森的信念打动了，于是踌躇了几个月之后，也投资了他的基金。没过多久，保尔森手上就有了7亿美元，他又开始了另一项计划：开创第二家基金，做更多的投资。

保尔森和佩莱格里尼马上认识到，他们做这笔生意犯了个大错误。数据显示，2006年的房价大约下滑了2%，但公司卖空的那些次级贷款基本上都是2006年的交易，而这些房子已经升值。于是，借款人不太可能遇到什么大问题，因为他们很容易就可以对抵押贷款重新融资。保尔森选错了目标。

“我们下手过早了。”佩莱格里尼承认，“虽然前一年的房价下滑了，可是市场上的人们都觉得无所谓。”

保尔森走出自己的办公室，拿着一张新计划来到罗森博格的办公桌前。“咱们得把以前所有的都推翻，”他告诉罗森博格，“咱们得买新年份的保险”——他指的是价格还没有升值的房子；这样的业主没有自己房子的产权，因此就无法再融资。

罗森博格于是不做声色地为公司购买了新的CDS保险，来保护最近出借的次级贷款。这次，保尔森和佩莱格里尼选择的又是危险系数最大的次级贷款：这样的贷款是为信用欠佳的出借人量身打造的，而且房价也停止了上升。

罗森博格又开始拨电话，联系了进一步购买抵押保护需要的所有联系人。

“您现在有什么，您现在有什么呢？”罗森博格一个个交易员问去，别人都像避瘟神一样躲着他。周五是高级交易员找他的时候，他们希望能把交易推迟到周一，跳过周末两天，而这个夏天每逢周五，罗森博格就像跟屁虫一样，不停地拨他们的电话。

不过保尔森公司还算幸运，买卖最近的抵押贷款保险还算顺利，因为对其跟踪的 ABX 指数仍停留在 100 左右的高位，和刚开始买入的价格别无大异，表明房市依旧繁荣。因此，对抵押贷款提供保护的 CDS 合约仍旧廉价。保尔森躲过一劫。

格林受挫

西岸。杰弗里·格林遭遇的挫折比保尔森更悲惨。他在保尔森推出基金几个月之前就做了交易。2006 年夏天，房市继续走高，抵押贷款保险价格持续下跌，他所经受的损失，比保尔森更加严重——那年夏天，损失了 500 万美元。

他没有办法，只能找到老朋友去讨论当前的市场情况，咨询他是不是应该继续。当时，格林对保尔森的基金还有些兴趣。但是格林因为损失太大，更不想就这样撤资套牢。他知道，必须得向保尔森承认，虽然老朋友要求他转手，他却没听。

格林坐在马里布的别墅中，屋外的风轻轻地吹着，奏出温柔的曲调，格林打开电脑，开始给保尔森写邮件。写完后，他深深吸了一口气，按下发送。信中他告诉保尔森自己要去东岸了，很期待跟他小聚。他还问能不能继续投资保尔森的基金。然后，格林很随意地提到，他仍旧没有放手他的次贷生意。

他马上就得到了保尔森的回复，他也意识到：保尔森火了。

"我们不欢迎您投资，"保尔森在回复中生气地说，"你这个不诚实的家伙！"

保尔森冲出办公室，告诉公司员工，谁都别再跟格林有什么瓜葛。

几天后，保尔森给杰弗里·塔兰特打了电话，听起来很受伤："跟一个人要好了这么些年，事情怎么会变成这样呢？"

"当时，我们完全可以用格林的钱。"保尔森事后解释为什么觉得被这么彻底地背叛，"我告诉他放弃这笔生意，他也告诉我他放弃了，可是他在骗我。"

格林自己也很后悔，觉得对不住朋友。但是他心里仍有些不明白，这又不是什么大事。这么多年来，保尔森在投资上给了他好几十条建议呢，他也都按照保尔森说的去做了。再说保尔森这笔生意有好几十位投资商，也已经买下了几十亿美元的保险。风声早就走漏了啊。这又不是什么机密。

"他也从来没跟我说'别这样做'。"格林说。

两个人的争执让格林十分沮丧，更何况他的其他朋友中，几乎没有人能够找到愿帮他做交易的经纪人。

"我感到特别孤独。"格林说。

回到东岸，格林也没有再见保尔森。

一个温暖的周六，午夜过后，他乘船来到萨格港参加另一场派对。屋里挤满了人，在房间深处，格林看见了一位漂亮的女人。她叫陈诗娟（Mei Sze Chan），华裔，到马来西亚逃难，在澳大利亚长大。她和格林一样都是做房地产生意的，也经常出入夜间的派对，有时候一晚上能在汉普顿或者纽约参加上五六个聚会。她当时已经32岁了，也很迷茫，觉得一辈子可能也找不到自己的如意郎君。格林和她很谈得来。她抚摸着他的肩膀，他握住她的手。他们在屋后找到了一个安静的地方，开始讨论抵押贷款。

几个月后，两人就订婚了。

格林做卖空生意并不是特别成功，也感到越来越郁闷。他早上11点才起床，一睁眼就给经纪人阿兰·扎弗兰打电话，问："今天价位怎么样？"

通常，扎弗兰都告诉他保险价格有所下跌。次级抵押贷款的需求量没有萎缩，而是越来越高。

"我觉得这说不通啊，"一天早上，格林这样回答扎弗兰，"这没道理。"

扎弗兰来到格林的好莱坞山庄，一起研究这笔生意的结果，两人一起仔细翻看了一本巨大的数据簿。

此后，格林给扎弗兰的电话越来越多。如果不向债券商询问估价，他甚至就无法对投资报价，这让他越来越发愁，不明白为什么房价都已经走平了，这些保险还不升值。他觉得，美林的交易员们不愿意降低这些抵押贷款的价位。

"这种价格根本没道理啊！"格林像吃了枪弹一样，声音中弥漫着怒火，"我看不出这其中有什么道理。你觉得呢？回我电话！"

一天，格林读报纸，了解到国家金融公司处境越来越困难，他打电话给扎弗兰，把线路接给了美林纽约分公司的经理，克里夫·拉尼尔（Cliff Lanier）。

“我是不是稳赚啊？”格林挖苦道。

拉尼尔从一名交易员那里为格林找到了新的报价和市场的最新情况：追踪次级贷款的ABX指数的确在下降。可是格林购买了一系列抵押债券保险，不仅仅是ABX指数，而他的投资显出了更大的损失。

“不可能！”格林说，“国家金融公司都上报纸头版了。这是怎么回事儿啊！”

每次打电话过后，格林都会发现报价有所提升。他很开心，但是心里也愈发怀疑，美林是怎么得到这些数据的。但美林方面却说，他们不过是传达。

格林花了几百万投资了一个不明晰的市场。现在，房价下跌，但他的保险并没有赚钱。他甚至都不确定，这些保险究竟值几个钱了。

“我不明白，扎弗兰，你倒是给我解释解释。”格林央求着扎弗兰说。

伯利资金之困

迈克尔·伯利的压力甚至更大。要说到看跌房市，他比保尔森公司早了整整一年，别人都视保险如粪土的时候，他就开始做空按揭证券和金融公司。然而2006年中期，他的投资价值也有所下降。和前一年不同，伯利这会儿的投资中找不到多少能够冲销损失的股票。他做这笔生意，却面对着基金最严重的挫折。

不久过后，他就开始接到不放心的客户打来的电话。他们对房地产市场可没有伯利的这份怀疑，许多甚至公开质问他的房产投资方案。有几人建议他还是做股票投资吧。对抵押贷款你知道什么啊？别人这样问他。

2006年8月，伯利的经纪人打来电话，告诉他有人买下了市面上所有的次贷保险，有担保住宅房贷担保证券（RMBS）的，有担保ABX的，一个不剩。CDS合约现在一转眼就卖完了，有时候一天几十亿。经纪人安吉拉·张告诉伯利，这样的买入真的非但神速，而且特别有压倒性，“有点像驾车射击。”另一

位交易员聊天的时候也说，一位叫约翰·保尔森的投资商正在买入这些保险。

伯利确定，保尔森的这些动作都能够提升自己公司的资产，但是他的经纪人却不同意调整投资价值，他自然也无法表现出盈利。有时候价格看起来特别延后，没有连续性。经纪人有时候一天能把价格更新好几次，可有时候却一周都不予理会。

伯利简直无法相信——保尔森每天都在购买次贷抵押保险，房价也终于停止了上升，ABX 指数开始下降，置业公司的股票开始疲软。但是经纪人却告诉自己，他公司购买的 85 亿美元的抵押贷款和公司债务价格基本没有回升。一些经纪人对伯利解释说，他的资产交易不是很频繁，要证实它们价格上涨就有些困难。

伯利愤怒了。他每天晚上都很晚才回家，蹑手蹑脚地走上豪宅的楼梯，倒头便睡，以免跟家人打照面。他害怕孩子们看到他怒气冲天的样子。

他终于受不了了，于是从对冲基金中撤出按揭投资，把钱放进了另一个账户，叫做“侧边口袋”账户，冻结价格，直到伯利觉得时机成熟，再出售。这样，他就能对基金有更准确的价位了解，更合理对待投资商，不再依赖不靠谱的经纪人给出的报价。

向投资商宣布举措后几小时，伯利的公司就发生了动荡。客户已经对他在房市的投资有所怀疑，而现在伯利又告诉他们：在他做出撤资决定之前，大家都要坚守房市保险。协议白纸黑字，伯利采取这样的行动完全没问题。但这就好像抓钱博弈，很笨拙地想要阻止投资商流失，避免按揭保险拖累基金。

10 月，伯利最早的支持者之一乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）要求和他进行面谈。几天后，他就和助手约翰·帕特里（John Petry）飞到了圣何塞，租了一辆轿车，直接开到了伯利的办公室，当时时近傍晚，两人就一起坐下来谈了谈。就在几个月前，格林布拉特告诉一家金融频道，说伯利是世界上最好的投资商之一。而这会儿，他却直接从伯利的小办公室拽过一把椅子，显得怒气冲天。

格林布拉特说，“侧边口袋”真是愚蠢至极，这简直是在败坏他的名声，也是在损坏自己的名声。

“赶紧减少点您的损失吧，”他对伯利说，建议他在客户产生反感、公司毁

掉之前，撤出抵押贷款的资金。格林布拉特抑制不住自己的愤怒，说这些交易可能“到头一场空”。

对伯利来说，这就好像有人给自己鼻子上狠命一拳。华尔街最受尊敬的投资商之一——第一位表示对自己信任的投资商——命令他中断自己人生中最重要的交易，一笔自己筹划了一年之久的交易。和其他的投资商一样，格林布拉特和帕特里根本没用心理解自己的这笔生意，而且伯利觉得，他们把那些对此进行解释的信件搁在一旁。这是自己人生中的第一个大坎儿，可是这些人却背离自己而去。

办公桌后面，伯利根本无法正襟而坐，面对唇枪舌剑，他越来越不是滋味。听完格林布拉特和帕特里的一番训斥后，他觉得，如果自己坚持，而后投资又没能成功，公司今后可能就没有足够的支持了。

伯利觉得，格林布拉特根本没有什么新观点。他所说的话，完全无法动摇伯利原先的投资理念。

他向外望去，客户椅子后面是一扇窗户，透过玻璃，他能看到一幢独立公寓的红色屋顶——这不过是估价过高的单元楼之一。而在这片地段，房子已经供大于求。

格林布拉特想要证据吗？这不就是近在眼前！他想。

但是伯利不知道，格林布拉特也有自己的难处：他的戈瑟姆资本管理公司（Gotham Capital Management）既进行投资，也为客户管理对冲基金，而公司的两成客户都已经提出撤资。若是伯利不同意出售投资，向格林布拉特和帕特里返还资金，两人的处境也会麻烦。

格林布拉特想，两人都各退一步，皆大欢喜。他提议自己兑现一部分交易，而不是全部冻结。可是伯利不肯让步。

“我一点都不能卖。”伯利回答，“这个市场的运作根本不正常。”

“你可以卖掉一部分啊，”格林布拉特回应，他的火气又冒上来了，“我知道你小子什么心思，迈克。”

伯利看来，格林布拉特的意思就是：他死抱着生意不放手，就是怕返还客户现金。他也火了。

"您听好了，我不会放手的。"伯利对两人说。他要按照计划，将按揭投资转移入"侧边口袋"账户。

格林布拉特和帕特里摔门走出办公室，根本不顾伯利员工们的眼光。几天后，格林布拉特的律师拨通了伯利的电话，警告说，再固执己见，您就等着吃官司吧。

其他投资上看到塞恩公司当年损失18%，非常生气，也背弃了伯利，从公司其他账户中撤出全部资金，才几个星期，公司就少掉了1.5亿美元。而一些本来有望投资的客户得知这场闹剧后，也对塞恩失去了兴趣。

伯利不知所措，愁云紧缩。妻子开始担心，他的健康是不是出了什么问题。

2006年年底，伯利觉得自己的确应该处理公司的困难境地，挽救自己的名声。他极不情愿地开始出售一些CDS保险，筹钱归还给那些不满的投资商。从前，他持有对70亿美元的国家金融、华盛顿互助、AIG这些金融公司债券的保险，三周就卖掉了几乎一半。然而这些公司的境况，都容不得掉以轻心。

他真是赶上了天大的倒霉时候。当时，华尔街对房市还是满怀信心。伯利原先购买30亿债务的保险每年花费1 500万，现在价格却跌落到了每年600万。这样出售保险，伯利蒙受了巨大亏损。他觉得，这就好像自己辛辛苦苦攒了2年的传家珠宝，到头来却要白白送人一样。

金钱持续外流，伯利只能疯狂地削减开支，降低工资，解雇员工。他还飞去了香港，关闭一家办事处。

"迈克，你怎么能这样做？"一名新聘用的交易员生气地质问。

伯利努力想让他冷静，解释说自己也没有办法，却惹得那名交易员更加愤怒。

他说他从前的工作也薪水丰厚，跳槽是因为伯利说有更好的待遇，"这中间的差价，是你欠我的。"他要求500万美元的赔偿。

"这我做不到。"伯利怯怯地说。

伯利给员工们降薪，于是圣何塞剩下的员工也失去了干劲。伯利整个人都乱了，躲着朋友、家人和下属，每天早上，他走进公司都径直进办公室，低着头，进屋就关门。一天到晚都不出来，甚至都不吃饭、不去洗手间。留守的员工有

些仍旧为伯利卖命，他们都开始担心老板。有时候他来得很早，又一直不开门，大家晚上离开公司的时候都不知道老板今天是不是来过。还有的时候，伯利一拳就重重地锤在办公桌上，发泄心中的郁闷，身边的扬声器爆发出重金属音乐。

损失越来越大。终于，2006 年末，伯利在一封信中向员工坦白自己的想法："作为金融经纪人，从无名小卒成长成为众人瞩目的英雄再堕落为人人喊打的输家，中间不会没有什么影响。"

李普曼的坚持

格雷格·李普曼曾经劝服德意志银行的领导们购买约 10 亿美元次级贷款的保险。但 2006 年夏天，这笔生意陷入了僵局，德意志银行的主管们就开始失去了耐心，对他的策略提出了质疑。他们似乎想要叫停李普曼的交易。

"就给我 4 年，"李普曼对老板拉吉夫·米斯拉说。李普曼说，大部分次贷借款人几年后就开始再融资了，那个时候这笔生意说什么都结束了，"您就试一下吧。"

"我看看你的调查结果。"米斯拉说。

李普曼照做了，米斯拉极不情愿地给他开了绿灯，让他继续这笔交易。他在 CDS 保险上的定期付款慢慢越积越多，上司不高兴了。虽然李普曼雷厉风行、踌躇满志，却没辞职单干的打算。他需要想个法子，既能让生意继续，还要保住饭碗。

李普曼带领一个小组为投资商做债券生意。他明白，如果他能够说服足够多的投资商，携手眼下这笔交易，也许就能够收取足够的佣金，冲销他看跌房市的年金，老板可能会有些许安慰。如果新投资商能被说服购买他手上的这种 CDS 合约，投资价格必然会攀升，对李普曼也是件好事。

他来到韦斯利资本对冲基金（Wesley Capital）在非商业区的办公室，面见两名高管，为他们灌输看跌房市的观点，刚开始，主管们看起来很动心，他们的朋友拉里·伯恩斯坦（Larry Bernstein）刚好在办

公室——他曾经管理过华尔街的所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）一支重头的债券交易团队，于是主管们就让他来权衡下这笔生意。

伯恩斯坦感到很怀疑。“根据科斯定律，你们可是错了。”他轻蔑地说。

主管们面面相觑。李普曼根本不知道他在说什么。韦斯利的主管们也没弄明白。科斯定律其实是个经济定理——但好像跟这笔交易没什么关系。接下来的会面充满了火药味。伯恩斯坦辩称，倘若出现问题，政府会介入纾困有麻烦的借款人。他对李普曼说，就算你有理，抵押贷款保护的价格真的上升，投资商开始出售保险的时候，价格必然会被压下，这生意就没什么可赚的了。

李普曼此行一无所获。

波士顿投资公司（GMO）的董事长杰里米·格兰瑟（Jeremy Grantham）似乎很有希望投资，他们公司早在几年前就开始怀疑市场，格兰瑟也是几个对房市最为悲观的专家之一，他曾经用强劲的笔触为多家报纸的专栏写过自己的否定观点，警告说房市将面临“大崩盘”。

但是波士顿投资公司的高管们向他们公司的债券专家艾伦·巴列恩特（Allen Barlient）问及此事，他却对这样的观点嗤之以鼻，说大部分按揭交易都有很好的保护，不会出事。

遇到的一些投资商都毫不留情地贬低李普曼：“我哥哥就在富达工作，他都买了。”一个人这样说次贷相关投资：“你傻冒啊，不然就是骗子，坑蒙拐骗佣金吧？”

华尔街上，很多人都在背地里嘲笑李普曼的阿Q精神，骂他“李小鸡”、“泡沫男孩”。会议上，也有投资商故意戏谑他：“您这笔破生意赔钱了吧？”还有人不断提醒他一句金融业的格言：“滚贷不生苔。”

他开始躲着那些熟谙抵押贷款或复杂债券投资的投资商们。这些人知道李普曼打的什么主意，但注定会失败，因为他们过于相信自己的市场，而且总是依赖复杂的模型，认为不会有什么闪失。可是李普曼呢，却求助银行中负责股票、垃圾债券和新兴市场投资商的业务员们，让他们帮忙安排，跟可能对自己

的观点感兴趣的客户面谈。

有的时候，他会遇上很噎人的问题——为什么南北达科塔两个州中的抵押贷款拖欠比例差距就这么大呢?

“你没注意吧，回去看看就业率。”一位投资商说。

李普曼被难住了。南北达科塔州看起来的确差不多，可问题是，李普曼也不知道为什么拖欠比例差别如此之大，这两个州他甚至都没去过。于是他和徐幼于又开始研究数据。的确，两个州的就业水平和其他大部分方面看起来都差不多，但是北达科塔州的房价上涨更为迅速，因此拖欠水平就更低。这也说明，影响违约率最主要的因素是房子是否升值。李普曼更加相信自己的推论了。

相信他的人们也渐渐多了起来。一些伦敦的投资商觉得美国现在经济脆弱，希望从中获利。他只用了短短不到一小时，就说服纽约对冲基金经理菲尔·法尔科（Phil Falcone），让对方明白了这笔生意弱点有限，潜在收益却非常巨大。他甚至都没有过问按揭市场上技术层面的问题。第二天，他给李普曼团队打电话购买了6亿美元的次贷保险。过了一段日子，他再次大批买人。

截至9月，李普曼已经做成了上百笔生意，实现了自己的高谈阔论。

李普曼赢得了几十名投资商的信任，曼哈顿下城的德意志银行办事处CDS合约开始热卖，每天售出10亿美元。某投资商甚至印了一件T恤，上面写着“我卖空了您的房产”，送给李普曼他们，当时看来还蛮好笑。

“李普曼干的一件特光荣的事就是他找到我好几次跟我说‘卖空这个市场’，”对冲基金经理史蒂夫·伊斯曼（Steve Eisman）说，“我活了大半辈子了，也没见过一个出售方的家伙跑过来对我说‘卖空我的市场’。”

有几家对冲基金想法简直是一百八十度大转弯，调研之后，他们就皈依了李普曼。

2006年夏，新泽西对冲基金彭南特资本（Pennant Capital）创始人阿兰·福涅尔（Alan Fournier）在给记者的邮件中说：“你最好赶上按揭市场的速度……赶紧。这些垃圾贷款都被投资商抢走了，肯定会被烧掉……信贷放松真的开始了。”

李普曼总共为350亿美元的次贷购买了保险，其中50万CDS合约是用德意志银行的账户，其他的则卖给了80多家对冲基金投资商。其他有些已经开始着手这笔生意的人，如保尔森，同李普曼交流讨论过后，也通过德意志银行做了些许收购。李普曼收取的佣金越来越多，于是用自己的财产也买入了更多的次贷保险。

然而，2006年末，李普曼大部分客户都有所损失。他对一个朋友说，如果这个计划不能成行，自己的事业肯定会受到影响。银行中，李普曼成了被嘲笑的对象。保尔森的交易员罗森博格打电话找他的时候，接电话的业务员甚至大笑："您找他干什么？那家伙脑子又不正常！"

德意志银行的其他人则对他恨之入骨。他是赚到佣金了，但做这笔生意，银行每年要支付5 000万呢——这钱可是从公司的奖金库里面扣的，一些交易员抱怨。

等待

2006年年底，房价终于趋于稳定。包括Ownit抵押贷款公司和塞布林资本（Sebring Capital）在内的次贷贷款商都开始亏损。这个时候，按理说保尔森、李普曼、格林和伯利都该赚的盆满钵满了。然而，他们的资产却纹丝不动。

一天下午，天快黑了，保尔森还是没有赚到什么钱，他拨通了次贷顾问李普曼的电话。在投资商和员工看来，对公司买下的担保250亿美元次级贷款的合约，保尔森笃信不疑，觉得它们一定能带来大笔盈利。

可是在李普曼看来，他也有自己的恐惧。

"我是不是忽略了什么东西啊？"保尔森问李普曼，"这些人都不觉得这玩意就一堆废纸吗？太没有道理了！"

保尔森听起来有几分动摇，李普曼感到十分惊讶。

"放松，约翰。这笔生意会成功的。"

李普曼之所以如此有信心，是因为他天天在交易大厅里，一天到晚买卖按揭保护。比起那些看涨房市，迫不及待地卖出所有高风险抵押贷款保护的投资商，他心里更明白。他知道，这些人开心的日子不长了。



The Greatest Trade Ever

第9章 绑上高盛这个大银行

“我是不是忽略了什么东西啊？”保尔森问李普曼，“这些人都不觉得这玩意儿就是一堆废纸吗？太没有道理了！”“放松，约翰。这笔生意会成功的。”然而在市场中，做大这样的买卖有时候的确需要时日。其实，包括高盛在内的其他银行，不觉得保尔森的要求有什么不合理，同意和保尔森合作。最终，保尔森团队做空了价值50亿美元的一大笔CDO。

CDO 问世带来的疯狂

简单的三个字母就解释了为什么 2006 年末，即便房市停止增长，业主遭遇麻烦，保尔森、李普曼、格林和伯利还是没能大赚一笔：CDO，也就是抵押债务凭证。

20 世纪 80 年代，一些最精明的财经专家创造了抵押债务凭证，即 CDO，这些投资工具让世界看起来更加安全——除非他们落入恶人手中。从这方面讲，CDO 还真有点像大规模杀伤性武器。

按揭支持债券赋予投资商们对许多按揭贷款现金流的所有权；CDO 则更进一步，所有权覆盖了各种债券的巨大资金池，包括公司和城市所创造的贷款和债务，甚至出租飞机、汽车和房车公司的月付。

投资商买下了一系列证券，赋予上述现金流的所有权，也同其他证券一样，承担不同程度的风险。风险最大的 CDO 为投资者带来的收益最大，但如果收益不及预期，也第一个遭殃。风险越小，收益越小，但赚钱的时候，也具有优先获取收益权。

2005 年前后，金融工程师们相信，证券化将所有贷款的风险加以分散，能避免大范围的金融危机，百益而无一害。因此，他们回到实验室，创造出了所谓的按揭 CDO，覆盖一百只左右按揭支持债券，而每一只都包含着几千笔个人按揭贷款。

这样投资效果不错，收益也高，但是却激起了人们心中的贪欲，银行家们利用 BBB– 或 BBB 评级的抵押贷款，加上一些其他按揭和贷款看似充裕的现金流，又创造出了新的 CDO。这种评级的抵押贷款人信用记录可是不怎么样。因为 BBB 评级的债券非常危险，于是这样的投资被称为“夹层”CDO（“mezzanine” CDO）。

由于次贷利率高，这种新 CDO 投资收益丰厚，马上取得了很好的反响。有些甚至年利率高达 10%。还有一点很重要：评级机构相信，大部分 CDO 都应该得到 AAA 的高分，即便它们所覆盖的只不过是大笔风险房贷。银行家们辩称，CDO 赚来的钱为银行留下了盈余，这些按揭来自全国不止一家出借商，因此十分安全。他们从按揭市场中捡起了一根稻草，搓成了金子：这就是现代的炼金术。

这些 CDO 的借贷，为房产市场提供了动力，为房市上涨的舞台带来了音乐、美酒和靓女。2006 年，近 5 600 亿美元 CDO 得以出售（包括使用高风险按揭贷款现金流的凭证），约为 2004 年的 3 倍。用写手詹姆斯·格兰特（James Grant）的话说：“CDO 体系”取代了银行体系。

克里斯·里恰尔迪（Chris Ricciardi）是创造 CDO 的绝世高手。他在纽约城北部的威斯切斯特长大，父亲是一名股票销售员，从小就同父亲一起出入华尔街公司和纽约证券交易所，快速的节奏和大笔易手的金钱，把他深深地迷住了。

里恰尔迪 20 世纪 90 年代初毕业，但时逢经济萧条，找不到股票交易员或者投资银行家的工作，因此，他就开始交易按揭债券。几年后，华尔街公司想尽千方百计收取高额佣金，投资商也在寻求更好的收益，有些银行家就开始将高风险的按揭贷款月付进行捆绑，再加上其他债务，做成超高利率的债券，而里恰尔迪就是第一批吃螃蟹的人之一。

其他银行家也生产出了自己的 CDO，但是里恰尔迪仍领先一步。无论是在保诚证券（Prudential Securities）还是在瑞士信贷（Credit Suisse Group），里恰

尔迪都要求员工生产更多的CDO，而他的团队也总能高出对手一筹。2003年，斯坦利·奥尼尔（Stanley O'Neal）掌舵下的美林希望承担更大的风险，将里恰尔迪收入麾下，而他也将美林推到了行业老大的位置，将债券大亨雷曼兄弟甩在身后。制造高风险贷款的新世纪等金融公司知道，美林急需他们的产品，这样才好卖出更多的CDO——没有最多，只有更多。

美林马上就成了圈里的沃尔玛，飞速生产CDO。2005年，公司签下约350亿美元的CDO证券，其中140亿美元都大部分由次级抵押贷款证券支持。

每个季度，里恰尔迪都在美林的办公桌前抄录排名，用黄色标出公司第一名的成绩。他要求工作人员每年销售业绩增长15%，于是工作人员就跑大半个地球来到澳大利亚、奥地利、韩国和法国，向养老基金、保险公司和其他投资机构出售CDO。回到美国，他们又开始进攻对冲基金投资商，如贝尔斯登的拉尔夫·乔菲（Ralph Cioffi），劝他们购买纽约威斯切斯特的断头谷俱乐部（Sleepy Hollow Country Club）前面精心修剪过的草坪，怀俄明州杰克逊城和其他地方的滑雪场。

每签下一笔CDO，美林就收取总金额1%~1.5%的佣金，一般说来，10亿美元的CDO大概收取150亿美元。没过多久，美林每年的CDO收益就超过了4亿美元。

里恰尔迪的上司们相信盈利一定会滚雪球，对他拍手叫好。2005年，斯坦利·奥尼尔说："我们找对了人，也有不错的风险管理和控制。"

但是，随着CDO的风险越来越高，美林军团的一些人开始不放心，甚至不加试水就向里恰尔迪撒谎说，客户对团队最近的产品没什么兴趣。2006年初，里恰尔迪拿到前一年800万工资支票后，放了美林的鸽子，加入小规模管理CDO交易的科恩事务所（Cohen & Co.），继续宣扬CDO。

"做了这些生意，就能名声大噪了。"据《华尔街日报》报道，那一年他在新公司中这样鼓舞员工，希望能够激起大家心中对CDO的热情。最终，他的新公司在大量违约中选择了CDO。

里恰尔迪离开美林的时候，公司凭借高风险CDO连连揽金。时任美林市

场部和投资业务主席道·金（Dow Kim）发誓要“尽一切努力”引领CDO产业。2006年，公司为推销CDO甚至更为努力，赚取7亿美元的佣金，签署了440亿美元的次级CDO，相较之下，2005年只有140亿美元。当年，奥尼尔拿到了1 850万美元现金奖金，一年共进账480万。

购买CDO的投资商通常都认为这样投资非常安全，不然就是觉得它们评级高，感到放心。他们就好像救火员，奔向另一个火灾现场的时候总会想，这么长时间都活下来了，不会有什么危险的。

在贝尔斯登工作22年之久的专家拉尔夫·乔菲在公司内经营两家对冲基金，他2006年初就开始对次贷借款人开始担心。但是当过兵的他却把基金的现金全部投入了高评级的CDO，贷了很大一笔钱，买下了200万美元的投资。当时乔菲身价一度1亿美元，也并非是盲目购买；他还购买了对其他评级较低的按揭债券提供保护的CDS保险，他觉得这种策略更为保守。

投资商们对乔菲和他的搭档马修·丹宁（Matthew Tannin），抱有百分之二百的信任。

“我经常跟人夸这基金，因为它3年中就没一个月下滑，我也觉得非常不可思议。”来自田纳西州克里弗兰的房地产开发商，67岁的泰德·莫斯（Ted Moss）说，他在贝尔斯登为乔菲的基金投资了100万美元。

投资商发疯抢购这些CDO，看起来是因为房市热火朝天。但事实上，许多都是在使用会计伎俩。如某银行购买一支CDO的AAA评级凭证，同时购买相同债券的CDS保险，只要凭证利息收益高于CDS价格，那几乎马上可以盈利这支CDO期货现金流的当前价值。打个比方，交易员购买某年利率5%的CDO，而同时又用4.8%的年利率购买同样债券的CDS保险，这样他的每年就能轻松赚到0.20%。有的时候，基于这些贸易未来10年内的盈利预期，他们说不定还能发一笔横财呢。

借到足够的钱，翻来覆去做这笔交易，丰厚的奖金就进了交易员的口袋，这样的横财，就连怀疑房市的人们都难以拒绝。据瑞银证券称，最终这些“消极理念”的交易导致了CDO的重大损失。

一场危险的游戏

2006年，格雷格·李普曼一直都特别希望找到房市的漏洞。每天早上，他叫一辆的士或者搭公交，从市区的家中来到华尔街的德意志银行办公室，然后就会找到房市走弱的新证据。然而，他做空的次级贷款都没有下跌。有的时候，同事们会看到他连连摇头，脸上露出困惑的微笑。他知道，眼下仍旧有人买入CDO，支撑着房地产市场。

但是这对李普曼没什么意义。他打电话催着投资商卖空这些CDO购买的按揭债券，信誓旦旦地告诉那些亏本的人们：CDO的购买狂潮早晚得结束。

然而，需求却有增无减。次级贷款甚至都无法满足人们对高回报的"夹层"CDO的狂热。因此，投资银行家们也使了心机，创造出对其他CDO收入所有权的CDO，美其名曰"CDO平方"。他们还利用向保尔森等投资商出售CDS保护的收入，创造出其他形式的CDO。2006年底，这些"合成"CDO实际上已经占据了CDO的主要市场。

投行喜欢合成CDO，因为这样的凭证更容易生产，佣金来得更快。合成CDO不需要购买真正的债权，不用为这个花上几个月的时间。只要卖出足够的按揭CDS合约，几星期内合成几十亿的CDO并非难事。2006年末，次级贷款已达1.2万亿，占整个按揭市场的10%。但是，引进这些CDO，估计在这些高风险贷款的基础上已经创造了5万亿美元的投资。不懂行的人们没有看到CDO的飞速增长，觉得这是个小市场，因此不会理解其中造成的损失。

要说绊脚石，只有一个：高评级的CDO利率不如高风险CDO高，因此很难卖出。所以，这些"超高级"的凭证通常由银行自己保留。2006年，保险巨头AIG已经停止了这些投资的保险销售，但银行还是继续囤积，迫切希望能将CDO推销出门。（当时，AIG财政部门似乎仍然是接触这些投资最多的机构。）

美林、花旗、摩根士丹利和瑞银集团（UBS）这些投行，就是那些用不良按揭贷款创造CDO的元凶，他们账户中都存有那些超高级CDO，就好像屠夫拿回有毒的香肠让家人享用。高级管理层总觉得这些债券非常安全，对这一动

作不加阻拦，不然就是一无所知。没错，他们手中的CDO投资的确和美国国债一样都有AAA评级，但是两者也就这点相似。麦莉·塞勒斯（Miley Cyrus）和梅丽尔·斯特里普（Meryl Streep）还都是观众心中的高分演员不是吗？这种投资和国债，根本就是两码事。

有些银行家隐隐约约觉得不太踏实，但他们也感到很大的压力，觉得要赶在市场崩盘前做出尽可能多的CDO，那架势就仿佛一场“抢凳子”游戏。

全球第一大银行花旗首席执行官查尔斯·普林斯（Charles Prince）2006年得到现金奖励1.32亿美元，薪酬总额更是达到2.56亿，他在接受《金融时报》采访时，用异乎直白的言语阐明了当时人们的想法：“流动性的音乐停下，事情就会复杂起来。但是只要音乐仍在继续，你就得站起来跳舞。我们现在仍在迈着舞步。”（2008年6月，花旗银行亏损150亿美元，大多因为CDO投资所致，普林斯只得辞职。）

其他人则相信高评级债务安全系数高，不然就觉得各种数字和计算机模型都显示CDO安全，尽可高枕无忧。他们就好像幻术家，自己变了个戏法，却分不清是真是假。

押赌CDS

当时，约翰·保尔森已经在CDS上掷出了几十亿美元，倘若不良信用借款人的按揭出现问题，就能得到大笔赔偿。另外，他还买了些保险合约，如果ABX指数追踪的次贷出岔子，利润也能滚滚而入。

但如果他真想做笔千载难逢的买卖，这还不够。他就好像拉斯维加斯的赌神，想要一次次地拿出自己的杀手锏。

“信贷市场到了这个地步，我们必须得找到做空的机会。”保尔森说。

他冷眼看着热火朝天的CDO市场，意识到这也必然会崩盘。他决定，这些投资的保险，自己也不能放过。

于是，以佩莱格里尼为首的保尔森团队就在市场上翻箱倒柜地寻找低质量CDO。不过，他的目标根本不是最健康、最成熟的，而是那种谁人都无力回

天的凭证。然后，他们就购买这些 CDO 份额的 CDS 保险合约。新世纪公司的 CDO 要吗？放进去。骗子贷款和仅付利息贷款占大部分的呢？还用说吗。加州和内华达过热的房产市场中按揭贷款的 CDO？哟，那还不多装点。

保尔森做空，已经成了金融业公开的秘密，但是，佩莱格里尼却发现，华尔街的专家们对他的态度冷淡了许多，都觉得他在存心捣乱。2006 年，佩莱格里尼一度想了解对冲基金经理布鲁斯·罗斯（Bruce Rose）手下卡林顿资本管理公司（Carrington Capital Management LLC）所整合的一系列按揭贷款 CDO。佩莱格里尼认识到，在这个世界中，他还不算专业，担心如果自己没有详细描述 CDO 中真实抵押贷款的“带子”，会有什么疏漏。他告诉他在贝尔斯登的经纪人，如果对方提供卡林顿的按揭债券记录，他会考虑购买这些 CDO 中安全系数较大的份额。

过了几个小时，经纪人拨通了佩莱格里尼的电话，不过没给他带来什么好消息。

“不好意思，”经纪人怯怯地说，“签发机构不想让这些东西过您的目。”

“你什么意思啊？这怎么可能！”

那天晚些时候，佩莱格里尼给布鲁斯·罗斯打去电话，告诉他自己对这样的拒绝相当不满。

“我看过您的投资演示材料，”罗斯说，“我觉得做的是蛮不错的，但是我不想跟您做生意。”

然后，罗斯就挂掉了电话。另一端，佩莱格里尼火冒三丈。

“这不是把我们排除在外了吗。”佩莱格里尼说。

公司首屈一指的债务交易员罗森博格也开始担忧。有时候，保尔森要求他购买按揭债券保护，有时候又出售次贷债券的 ABX 指数，以这种方法看空房市。这些投资都不是在公开的交易场所进行，也没有明码标价，究竟是好是坏，就无从得知了。罗森博格也购买了对几家金融公司的保险，保尔森时而还会让他购入些债券。

每天早上 10 点钟之前，罗森博格就按照华尔街“OWIC 名单”，给七八名交易员发去邮件。OWIC 是指竞争中寻求的出价，这张清单上列有保尔森想购

买CDS来保护的按揭债券。下午2：30，他会收到一张列有最优惠出价的表格。佩莱格里尼把单子拿给保尔森，然后两个人就凑在办公室里说悄悄话。通常，罗森博格要呆上一个钟头才从办公室出来，然后又投入到热火朝天的电话战役中。

大家连休息的时间都没有，保尔森为公司员工叫外卖，罗森博格就凑在办公桌上吃午饭。

每天离开办公室的时候，他都筋疲力尽，但嘴上却说，节奏快了对他也没什么。

“我是贝尔斯登出身的，那算是华尔街压力最大的公司了吧。你们就甭担心我啦。”罗森博格说，“在贝尔斯登的时候，都要员工绩效排名，每年最后一名都要被炒鱿鱼呢。”

罗森博格也不知道保尔森究竟想买多少按揭保险，他只知道保尔森觉得越多越好。

“我们得把握住机会，尽量多买入。”罗森博格说。

阴谋的酝酿

一心想要做大生意的约翰·保尔森，接着就走了一步备受争议的棋，间接地为投资商带来了更多的有毒债务，招致了众人不满。

保尔森和佩莱格里尼都希望找到合适的方法，下更大的注做空高风险按揭，然而在市场中，做大这样的买卖有时候的确需要时日。于是，他们约了贝尔斯登、德意志银行、高盛和其他公司的银行家，咨询他们有没有可能创建出保尔森公司能够做空的CDO。

保尔森团队计划为CDO选出一百只左右按揭债券，银行家可以从中筛选，加上自己挑选的几只，做成CDO拿给评级公司评级。这样，保尔森就可以买下这些抵押债务的CDS保险，而投行也能找到看涨抵押贷款的客户，与他做交易。这样，保尔森可以一出手就为10亿美元左右的抵押债务购买保险。

跟银行商量的时候，保尔森团队开门见山地就说明了自己的来意。

"我们想把这笔生意做大些。"面对贝尔斯登的银行家们，佩莱格里尼道出了自己的想法。

保尔森和佩莱格里尼一致认为，支持这些CDO的债务定然会崩盘。但佩莱格里尼还是告诉保尔森，他们应该出价购买风险最高的CDO份额，也就是所谓的"股权CDO"：问题一旦发生，这些凭证首先遭罪。他说，虽然假以时日，这些CDO可能会变得一文不值，但这样的CDO收益高，能够帮助支付其他CDO保护的开销。换个角度，如果他们的分析师预测失误，CDO价格仍旧上涨，那至少这些股权投资还能带来盈利。

"如果您允许我们卖空其他CDO，我们就愿意购买股权级的份额。"佩莱格里尼对一位银行家说。

为了自我保护，保尔森团队确保投资中至少有一只CDO"无触发"，换言之，这样的CDO能通过让其他股权CDO更容易受到早期的影响，从而得到更大程度的保护。保尔森的目标是让这只股权CDO更加安全，但是他这样做，却让有心购买这只"无触发"CDO其他部分的人们面临更大的风险。

同各路银行家合作，创建毒性更大的投资，两人觉得并没有什么名不正言不顺。保尔森告诉客户们自己的想法，客户们也认为他这样做能找到更多的债务做空，是扩大交易规模的聪明手段，非常支持。话说回来，购买CDO债券的几乎都是对冲基金、银行、养老基金和其他复杂投资的投资商，不会是什么做小本生意的。如果这些投资商不过去购买这些新近创建的CDO，也会购买类似的其他产品——毕竟，当时市面有3 500亿美元的CDO呢。

然而，有一位银行家嗅到了麻烦，唱起了反调。保尔森没有站出来说话，但是这位银行家却觉得保尔森在教唆别人购买这些高风险按揭和债券，用来创建CDO，让这些债务更容易发生意外。CDO的最大买主，除了财力雄厚的对冲基金，还有捐助基金和养老基金，这就更需要小心了。

斯科特·艾歇尔（Scott Eichel）是贝尔斯登的一位资深交易员。当时投行中有那么一些人听完了保尔森的介绍，却没能接受他的观点，艾歇尔就是其中之一。他担心保尔森可能会想要CDO中那些非常没有前途的按揭，这就相当于赌球徒让橄榄球老板把明星四分卫放在板凳上，爆出冷门。他觉得这笔交易

怎么看都不合适。

“一方面，我们向投资商推销”，却不告诉他们这笔交易是一家看跌市场的基金在后面煽风点火，艾歇尔这样告诉一位同事：“可是翻过来，贝尔斯登还要帮着保尔森卖空。”

“我们跟约翰谈了三次，是想找到合作的机会，”艾歇尔说，“他不看好市场，而且关于他想怎么做，也对我们很坦诚，这已经算是很不错的了。”

“但是这样不符合业内的道德标准，这事关我们的名声，我们也不能当两面派吧。如果有人在一边卖空，那我们就不应该在另一头出售。”艾歇尔说。

保尔森说，贝尔斯登等投行无需担心为CDO买入清一色高风险债务，因为“这是谈判，我们提供一些名字，他们也提供一些名字，但选择权最终还在银行家手中。我们也没有创建什么证券，也没有出售给投资商证券——从头到尾，我们一直都觉得这是不良贷款。”

无独有偶，保尔森提醒道，他买次级按揭保护，就必须有卖主，因此，这些大型CDO也没什么不同。

其实，包括高盛和德意志在内的其他银行，不觉得保尔森的要求有什么不合理，同意和保尔森合作。最终，保尔森团队做空了价值50亿美元的一大笔CDO。

这些金融产品，保尔森一点也没有转手投资商。他甚至还在挑选按揭贷款的时候咨询了一些投资商，确保他们感兴趣。作为投资商，这些交易非常容易分析，如果他们就这样做出选择，是因为这些CDO“无人管理”，或是因为它们是最初挑选的，而非像其他CDO一样过后有调整。人家心甘情愿，终归不是保尔森的错。

几家其他的对冲基金也同银行合作，创建了自己的CDO以供做空——所以保尔森也没辟什么新路子。他的动作也没有造成更多问题按揭，抑或让借贷人蒙受更大的损失——转手的都是CDS合约组成的CDO，而非真正的抵押债券。

“我们为CDO提供抵押，”保尔森说，“但是这些合约并不是为我们创建的，我们只是起了个催化剂的作用，向银行推荐了近几年的抵押贷款。”

但是过后，有些投资商抱怨，如果他们之前知道这些贷款是由保尔森挑选，知道他会做空，就不会购买这些CDO投资了。其他人则说，保尔森的这一系列动作，间接带来了更危险的CDO投资，市场崩盘时，为那些在购买CDO中债券的投资商带来了几十亿美元的额外损失。

事实上，保尔森和佩莱格里尼仍不确定，他们日益壮大的投资最终能不能收到成效。

他们认为CDO和其他高风险抵押贷款会变得一文不值，保尔森说。“但是当时我们心里也没底。”



The Greatest Trade Ever

第10章 把交易做得更大

保尔森开始思考其中的关联，次级贷款借款人的麻烦会怎样对房市产生负面影响，又怎样进一步拉跨金融体系，甚至全球经济。这还真不是小问题。咱们得拓展这笔交易。但就连保尔森也不知道，原来他的预测这么快就会应验。

CDS——拉赫德的孤注一掷

2006年夏，安德鲁·拉赫德（Andrew Lahde）失业了。他账户中分文未剩，只能租间简陋的租金受管制卧室。但他相信，无论如何，他还有一笔价值连城的财富：一笔能让他腰缠万贯的生意。不过，没有人相信他。

35岁的拉赫德曾在洛杉矶投行道尔顿资本公司（Dalton Capital）工作，但跟老板发生了一系列纠纷，着手的对冲基金又突然关闭，于是就被公司扫地出门。他并不在意，至少一开始并不在意。年轻人嘛，开办对冲基金还不是说动手就动手，全国上下都是这样。拉赫德觉得自己也没问题。但是投资商们却给他吃了闭门羹。好不容易有人问津，出钱非但不多，还要求拿他新公司的一大笔股份。拉赫德绝对不肯考虑这样的投资商，虽然他的公司也不值什么：满打满算，也就是自己在圣莫尼卡公寓起居室中一张玻璃桌子，一把简单的椅子，还有他对房市崩溃在即的坚定信念。

拉赫德也没有前途无量的对冲基金大亨面相，倒是一副刚刚冲浪归来的样子，估计对他的生意也没什么好处。他身高一米九，一头乱蓬蓬的金发，轮廓分明，眼睛深蓝色，看起来睡意惺忪，好像刚从床上爬起来，被叫醒了还一肚子不高兴。他不太会跟别人相处，开会的时候总是坐立不安，语速很慢，听起来很做作，声音还特低沉，有时候人们压根就听不清他说了什么。

拉赫德的母亲邦妮（Bonnie）住在密歇根，她没完没了地给拉赫德打电话，催他找个正经的工作。铁哥们威尔（Will）也一口咬定，拉赫德的那笔生意纯

粹是白日梦，因为美联储和政府肯定会保障房市安全，最起码2008年大选之前不会出什么岔子。拉赫德向来不关心家人和朋友怎么看自己，但是他们都对自己这么没信心，也着实让他很沮丧。其实，他也申请过附近公司的职位，但是都打了水漂——这也有拉赫德的问题：虽然简历上没表现出信心百倍，他眼光还真不低，那些初级的职位他正眼都不瞧一下。

"算了，我不找工作了，你就别费心了。"又一次接到威尔的电话后，拉赫德生气了。

拉赫德疑心很重，还记仇，属于很难看透的那种人。他出生在密歇根——麦当娜的故乡——底特律富人郊区罗切斯特（Rochester）的一个虔诚的宗教家庭，父亲是机械工程师，有时也给医师当助手。

拉赫德的父亲名叫弗兰克（Frank），在福特汽车公司（Ford Motor Company）工作，后来进过几家汽车供应商，但汽车业不景气，有时候他会闲职在家。就是这样，家里还是节衣缩食买下了一套185平米的房子，这在邻里当中算最寒酸的，家里的财政也因此更加紧张。礼拜天的时候，他们就去当地路德教会的圣约翰教堂做礼拜，3个孩子都在教会学校上学，从4年级一直上到8年级。

14岁那年，因为家境不宽裕，拉赫德想自己赚点钱，他卖烟花起家，然后开始向城里有钱人家的孩子们出售大麻。有一次被逮了个正着，他却对父母狡辩：酒才是万恶之源，比印度大麻危害大多了。

"我觉得，要想有安全感，就得自己有一份超能赚钱的工作；不然你就得富得流油，不用工作也有钱。"拉赫德回味着当时的心境。

拉赫德在密歇根州立大学主修金融，是荣誉毕业生。大学期间他就开始订阅《华尔街日报》，读到杂志中的交易商几百万挥之即来，煞是羡慕。数学对拉赫德来说是小菜一碟，但对别的科目他就没什么耐心了。毕业后他在宏达理财（TD Waterhouse）做经纪人，年收入还不到30 000美元；几年过后，他希望去商学院进修，但投出去的申请都石沉大海。又过了一年，情况也没好到哪

儿去：斯坦福、芝加哥和耶鲁大学的商学院，还有沃顿商学院都杳无音讯。最后，他去了加州大学洛杉矶分校安德森管理学院（UCLA's Anderson School of Management），还是擦边录取。

在加州大学洛杉矶分校，拉赫德很是瞧不起那些优等生，他们有些从预备学校到常春藤一路走过，但拉赫德觉得他们聪明不到哪儿去。他告诉同学，自己来自密歇根州立，而不是更受人尊重的同城对手密歇根大学（University of Michigan），就会遭到鄙视。课堂上，拉赫德也不好过。人力资源这门课程他得了 F，差点儿就被勒令退学。他觉得，自己分数这么低，是因为他上课总是质疑教授的薄弱论据。看到自己得了 F，拉赫德简直疯了，加州大学洛杉矶分校可是个花钱的地方，他还是自己挣钱交学费呢，从前打工和课外活动攒下的积蓄全用光了；可是许多同学呢，却仗着家里有钱，衣食无忧，活得相当滋润。

"他简直是掠夺走了我辛辛苦苦得来的一切。"谈起他的教授，拉赫德说。

考试不及格，拉赫德被留校查看。2002 年毕业后，又赶上了就业市场萧条。在校的空闲时间，他参加了特许金融分析师培训，于是在市场中有了些名气。通过校方协议，拉赫德在罗斯资本（Roth Capital）找到了工作。这是一家三流的投行，位于附近的纽波特海滩，主要为没什么名气的小公司筹集资产。他上班第一天就不自在，特别想做投资，而不是向投资商们出售证券。但是拉赫德马上就钻到了空子，为客户挑选了好几只赚钱的股票，也开始学习推销公司的各种产品。

2004 年秋，拉赫德当上了道尔顿的分析师。史蒂夫·佩斯基（Steve Persky）是这家对冲基金的老板，公司坐落在洛杉矶威尔希尔大道（Wilshire Boulevard）上，账面资金 10 亿美元。佩斯基评价说，他见过的应聘人中，数拉赫德野心最大。可是老板要求苛刻，拉赫德就开始跟他发生不快，公司例会上，员工如果忽略什么细节，佩斯基训起人来可是一点面子都不给，这让拉赫德很看不惯。不过，拉赫德办事，佩斯基很是放心。顺便插一句，佩斯基的公司，用的还是母校的名号——赫赫有名的纽约预备学校。拉赫德总是很夸张地描述投资机会，看到有前途的公司，有时候就说"下一个微软"，看见公司有麻烦就说"下一个安然"，这可不怎么讨好老板。

当时，佩斯基和拉赫德在房地产领域都属于菜鸟级人物。刚加入道尔顿的时候，拉赫德告诉老板，他正在考虑买下一栋价值60万美元的的独立公寓，首付3万美元，也就是5%。佩斯基听了一惊。

“真的假的，就要这么点儿？”佩斯基问。

“是啊，就是这标准。”拉赫德回答，“我觉得，找到零首付的按揭都没问题。”

一天，佩斯基的妻子告诉他，她想投资洛杉矶热得发烫的房地产市场，她觉得虽然自己在这方面没什么背景，但是没关系。佩斯基听后就觉得情况不妙。几星期后，他在《巴伦周刊》(*Barron's*)上读到了一篇负面报道，说的是附近奥兰治县的一家次贷出借商——新世纪金融公司，于是，他让拉赫德去查查清楚。

在罗斯资本的时候，拉赫德对这家公司有所耳闻，而他的老朋友里奇·埃克特(Rich Eckert)当时还在新世纪做分析师，两人也曾经聊过。埃克特对新世纪股份的评价是“可以购买”。但拉赫德却对房市不放心，不久前刚刚劝说父母卖掉了密歇根的一套临湖公寓。拉赫德花了好几个星期研究新世纪，马上就意识到其实这家公司本身没什么资产——只不过把贷款出售给华尔街上的银行，投入按揭债权池，才能有钱去签新贷款。拉赫德认为，一旦证券化市场没了，新世纪的业务整个就涣散了。

一天，拉赫德走进佩斯基的办公室，告诉他公司应该做空整个奥兰治县，说这里的房地产市场发展已经失去控制，激进性的借贷也近乎猖獗——这显然不太可能，不过是拉赫德惯用的夸张手法，但佩斯基却举双手赞成。卖空新世纪股票看起来也不失为明智之举，尽管拉赫德已经提醒过佩斯基，房市降温可能还得等上一两年，那个时候这生意才能赚钱。

2005年早期，新世纪是道尔顿公司最大的空仓；没过多久，公司就与同样经营次贷的信任住宅贷款公司(Accredited Home Lenders Holding)合并。拉赫德和佩斯基又拜访了奥兰治县的另一家金融公司——唐尼储蓄贷款(Downey Savings and Loan)，这家公司很大程度上都是依靠出借所谓的期权可调利率贷款(option ARM loans)——即允许借款人无息月付——来维持，让两人很是吃惊。他们二话不说，就开始卖空唐尼公司。

但是2005年，颇受尊敬的对冲基金投资商大卫·埃因霍恩（David Einhorn）在新世纪创立起很大一笔头寸，加入了公司董事会，新世纪股价全年只升不降。新世纪又向股东支付了不菲的年度分红，价值约是股票的13%，又给道尔顿的伤口上撒了一层盐。不论是做空，还是借贷出售这些股票，道尔顿都需要向它的债主投资商们支付这笔红利，这对公司来说简直是雪上加霜。

但是道尔顿不认输，2005年到2006年又加大了空头，甚至购买了对许多房地产公司和抵押相关债务提供保险的CDS合约。损失越来越惨重，公司景况江河日下。佩斯基每天都要应付怒气冲天的投资商们打来的电话，他一天比一天发愁。

“我觉得我做事情很明智啊，但是就是出不了什么成果，而且许多投资商都让我寸步难行。”佩斯基说。

他脾气越来越大，和拉赫德之间的矛盾也进一步升级。拉赫德推荐的投资不停赔公司的钱，奖金也泡了汤，人在公司的地位岌岌可危，而佩斯基训斥他的时候，他还不服气，有时甚至在公开会议上也不给老板留面子。2006年4月，佩斯基终于把持不住了，开始卖出所有看跌房市的投资，退还给客户，尽管在这个时候，他仍旧坚信房地产市场注定崩溃。他就是真的受不了了。拉赫德吃了一惊。没多久后，佩斯基又炒了拉赫德的鱿鱼，而且只给他区区30 000美元的3个月遣散费，拉赫德也差点没回过神来。

拉赫德还是抱着“房市要完”的信念。利率上升，新世纪和其他出借商的借贷成本上涨，到了与出借给客户的贷款利率同一水平，沉重打击了公司盈利，它们觉得压力越来越大。这就明摆着：它们的业务没法再维持下去了。

在道尔顿的不愉快经历在拉赫德心中留下了阴影。在公寓旁边的海滩上，望着窗外，他萌生出了离开金融业的念头。他想找个女朋友，给自己放个长假。但是他也明白，如果能建立一家自己的对冲基金，专门做空房地产，财源就会滚滚而来。

“这得花上差不多两年吧。”拉赫德说，“时间再长点我也没那精力了。”

在自己75平米的公寓中，他建立起了拉赫德资本公司（Lahde Capital）。他把椅子转到窗边，望着几百米外蓝色的海面，阳光洒下，波光粼粼，风景醉人。

有时候天气特别暖，家里没有安中央空调，拉赫德就从闷热的屋子中走出去散散步，扎进太平洋享受大海。

那年夏天，阳光特别明媚，可是拉赫德的内心却愈发阴霾。他知道房市现在只是苟延残喘，却担心金融公司都承受不了这次灾难的打击。他觉得，自己这是在飓风来袭前踏上冲浪板。水中会有巨浪，最后他会安全上岸，但却淋上一头冷水。

为了不让这种情况发生，拉赫德决定只对次级住房抵押贷款 ABX 指数购买 CDS 保护，而不是像其他看跌市场的投资商一样，把各种 MBS 资金池的保险都揽入怀中。他认为 ABX 的流动性更大，等到房市真的崩溃，也容易在短时间内撤资。

其实，拉赫德对 CDS 里里外外并不十分了解。在道尔顿工作的时候，他主要研究的是新世纪和其他出借商。佩斯基不让他处理公司的 CDS 投资。于是，拉赫德的咨询对象，只剩下几个他认为愿意腾出时间招呼自己的交易员。

拉赫德开始向有望加入的投资商推销他的策略：两年卖空高风险按揭贷款。他要求最低投资 500 万美元，旨在以 1 亿美元的资金启动。但是每开一次会，对他都是一个打击。大家都对拉赫德不感兴趣，更没心情理会他的看跌论调。他的压力越来越大，觉得自己要在市场涣散之前投资，也就剩下几个礼拜的时间了。

拉赫德走投无路，甚至找到了佩斯基门上，但是佩斯基也不肯理会。拉赫德索性脱掉西装摘下领带，同投资商开会的时候开始穿马球衫，而且总是一副心不在焉的样子。他似乎已经放弃了。

> “劝人投资，安德鲁可真不在行。”诺曼·扎达博士（Norman Zada）也曾经接到过拉赫德的劝说电话。他是成人杂志《完美 10》（*Perfect 10*）的创始人，描述那些喜欢展示裸体但是却不愿意做整形手术的女人。他好几个月都对拉赫德不理不睬，但最终还是给了他一些钞票。“他还年轻，有点怪……而且跟人在一起好像有点紧张的样子。”

开始，拉赫德无法劝服经纪人和自己共同签订国际互换和衍生产品协会（International Swaps and Derivatives Association，ISDA）协议成为自己公司的交易对手，所以就无法自己购买垂涎已久的 CDS 合约。经纪人们嫌他的公司太小。再者说，拉赫德自己也没拿出多少钱投资，大家就更没法相信他。他身价只有 15 万美元，基本上都需要拿出来付公司的账，更何况，他还要考虑自己的生活成本呢。

郁闷了几个星期过后，拉赫德甜言蜜语，好不容易说服了雷曼兄弟和贝尔斯登卖给他 CDS 合约，说这样能赚大钱，1 亿多美元过不了多久就能到手。他们都有几分怀疑，但还是开始操作这笔复杂的交易协定——万一，天上就是掉馅饼了呢？

11 月，拉赫德已经从几位投资商那里筹到了 200 万美元，但把他弄得心力交瘁，而且看起来，再找到其他的投资商也没什么戏了。他小心翼翼地问贝尔斯登和雷曼兄弟，自己能不能用现在手上的钱投资，提醒他们，拉赫德公司势必会迅猛成长，还一一道出自己在这些复杂协定上下的工夫。他说，为什么要浪费这一切呢？

他这问的正是时候。2006 年底，华尔街在房市上做着最后的挣扎。几番辗转后，他在雷曼和贝尔斯登的联系人终于同意出售 CDS 合约给他，前提是上司们批准这些文件。但是他们坚持要求，拉赫德的生意须在他们信用部门的同意下进行，情形颇像父母固执要求监管刚上手驾车的孩子们。

11 月一天的早上，才 5 点半，拉赫德房中的电话就开始铃铃作响，把他吓醒了。他在雷曼兄弟的经纪人打电话告诉他文件已经批完，拉赫德可以开始交易了。无独有偶，他想要的 CDS 保险合约因为实在太不被看好，如果同意为高风险的按揭贷款保险定期支付年金，拉赫德还能得到一笔预支。黑暗中，他没有抓稳电话，于是就努力揣测着话筒那边的意思。

经纪人："您还要做这笔生意吗？"

"做。"拉赫德回答，然后翻了个身，接着睡了。

接下来的几个星期中，拉赫德投资了更多的 ABX 指数保护，评级最低的是 BBB–，最高的达到 AA。他主要做 2006 年上半年交手的按揭贷款——那是

市场最为活跃的时候。

然而，新的一年就要到了，拉赫德的压力越来越大。他为公司雇用了一位副手，支付律师费的时间也就在眼前，而他的账户中却只剩下了10万美元存款。就算又筹了150万，买了更多的CDS合约，他手中也只有1 700万美元的高风险按揭贷款保护，这样的数字在华尔街根本拿不出手。百年难遇的生意，就这样在他的指缝中溜走了。除非拉赫德能马上筹到一大笔钱，不然他的公司就得关门大吉，他也得重新找工作了。

一位朋友打来电话，向拉赫德挑明了问题所在：他给潜在投资商发了些宣传册，可是投资总结却显得他特没水准。拉赫德不得不承认这一点。

离圣诞节还有一个礼拜，拉赫德坐在圆形玻璃桌前，修改自己的营销材料——这张桌子既是餐桌，也是工作台。他一直都没停下来，一遍遍地修改自己的演示材料，连圣诞节的安排都取消了。他告诉母亲：我现在在一个潜水艇里，没法联系。就这样，拉赫德连续熬了好几个晚上，新年前夕也就这样度过，终于在1月17日做好了。现在，他的营销材料看起来很让人心动。但是他不知道，自己还有没有足够的时间来干这么一场。

等待预测的应验

2006年末，保尔森依然乐观。他等着自己的生意开始腾飞的那一天。11月，他的保尔森信贷机遇基金（Paulson Credit Opportunities Fund）不再对新客户开放。保尔森已经筹到了7亿美元，全部用来购买各种按揭贷款保护。没多久，他又创办了一家姊妹基金，做同样的卖空投资。那时，他的生意虽然能赚钱，但是终究不是很顺利。

为缓解压力，保尔森在南安普顿每天游泳冲浪好几个小时，和塔兰特一起打网球，发的臭球可是烂到家了。为了让员工们精神乐观放松，保尔森有时候装出一口英国腔，某次同客户吃饭还从头装到尾。还有一次，在按揭贷款业务的会议上，保尔森一开场就惟妙惟肖地模仿当下流行的广告：

“刚申请破产吗？没工作吗？没问题！无需首付！”

虽然他表面上看起来很平静，心里却此起彼伏。如果次级贷款市场真的崩溃怎么办——他买了几十亿的保险，到时候谁是泥菩萨呢？

“我们根本不知道我们的卖主是谁。”罗森博格回忆，他同投行进行交易，而不是直接接触保尔森公司的保险卖主，“但是如果卖方出现问题，肯定会对投行有伤害。”

佩莱格里尼不放心经纪人，于是在各家银行都为公司设立了独立账户，天天都同交易伙伴处理买卖。

听过一位顾问的分析后，保尔森对金融体系的看法马上就黯淡了下来。

一天，保尔森偶然看到了一篇新闻评论，作者是住在新泽西郊区一位名叫加里·西隆（A. Gary Shilling）的经济学家，不怎么有名，他预测经济必有乌云到来。保尔森对这样的预测很感兴趣，于是让罗森博格打通了西隆的电话，邀请他前来交流交流看法。西隆撰写新闻评论和杂志文章已经10多年了，每次都是唱老调子：灾难就要到来了——卖掉一切！大部分人对他的警告都置之不理，有的时候一笑了之。他天天预测世界末日，末日却一直没有到来。

保尔森的专长是合并——他可不知道西隆就是华尔街上“狼来了的孩子”。见面后，西隆预测房价马上就要暴跌，取消抵押贷款回赎权成本要大幅上升，这引起了保尔森的主意。

西隆已入古稀，眉毛浓浓的，脑袋已经秃了，喜欢穿亮蓝色的运动上衣，口袋里装一张鲜红的帕子。他向保尔森团队强调，次级贷款市场可不是什么边缘区域，而是整个房地产市场的重要支柱。如果这儿出岔子了，房地产也没什么好果子吃，到时候，问题接二连三就都来了。

“天呐，如果您说的没错的话，整个财政体系都得四分五裂。”西隆对保尔森一屋子分析师又做了一次可怕的预测，保尔森听了惊住了。

“没错，约翰，是的。”

西隆娓娓讲起父亲的故事，描述起大萧条年代，他的眼泪滚滚，然后预测

房价要跌37%。

“您觉得真的有这么糟糕吗？”保尔森听了西隆又一通可怕预测后说。

“这不明摆着嘛。”

保尔森开始思考其中的关联，次级贷款借款人的麻烦会怎样对房市产生负面影响，又怎样进一步拉跨金融体系，甚至全球经济。

这还真不是小问题。咱们得拓展这笔交易。

但就连保尔森也不知道，原来他的预测这么快就会应验。







第11章 火速获利

他离开的那几分钟里，一看就有什么好事儿；他们越看，就越感到保尔森藏着个秘密，而且还迫不及待地想要告诉大家。一位客人问，他是不是还有别的事情要处理，用不用找个更合适的时间来重新安排会议。保尔森终于说话了："我们今天的交易额出来了，赚了10亿美元。"

盈利率 66%

2007 年初，保罗·佩莱格里尼接到了一位交易员的紧急电话，这位交易员在一家大银行工作，希望能帮佩莱格里尼一把。一些房屋抵押债券出现了轻微的贬值，让保尔森公司拥有的合约价值有所提升。但他提醒佩莱格里尼，2005 年末，同一批次贷投资在价格上也曾出现跌落，之后又很快回升。他警告说，如果这种情况再次出现，保尔森在交易中获得的薄利可就保不住了。

“为什么不把你的份额卖回给我们，3 月低价购回呢？”交易员建议佩莱格里尼。

佩莱格里尼深信，他的这位交易对手是在放烟雾弹。如果佩莱格里尼听了建议，卖出手上的投资，交易员也许就能获得之前卖给保尔森公司的 CDS 保险金。交易员所在的银行在做按揭投资，现在面临着不小的压力，他或者是想让保尔森心灰意冷，停止购入保护。

“说实话，我还真不知道我们有多少，”佩莱格里尼回答，“可能已经都卖出了。”

佩莱格里尼在这儿装傻充楞。他知道老板正在不动声色地加大做空力度：保尔森并没有兑现交易筹码，而是每天从新投资商那儿拿到资金继续投资。他甚至让罗森博格购买 A 评级的 CDS 保险——在其他人看来相对安全的投资——而不仅仅是保护 BBB 债券的 CDS 保险。

对保尔森而言，房屋市场崩溃似乎已成定局。信用欠佳的借款人因无力支

付贷款陷入了困境，汇丰银行与其他出借商都出现麻烦，而发放次贷的出借商由于担心借款人流失，一而再再而三地降低已经处于低水平的贷款标准，吸引信用更差的借款人抵押贷款。

尽管存在这些担忧，投行仍为争夺借款人你死我活，仿佛是在攫取珠宝盒里的最后宝物。2007年1月，斯坦利·奥尼尔与美林集团颇为自豪地宣布，出资13亿美元收购第一富兰克林金融公司（First Franklin Financial）——规模最大的次贷公司之一；现在，尽管美林内部多名经济学家都预测房价会跌落5%，集团仍持有次贷110亿多美元。将数十亿贷款借给不良信用借款人的摩根士丹利和德意志银行，同样也收购了一些次级房贷公司。

保尔森在自己的彭博计算机终端前浏览着这一切，困惑地摇着头。他拿起电话，接通了老朋友霍华德·古尔维奇。

“这根本就说不过去……他们可都是聪明人呐。”

但到目前为止，抵押债券的价格并未出现大幅度的下降，基于高风险BBB评级的CDO也几乎没有任何波动，保尔森因而没赚到什么钱。

市场什么时候才能有反应呢？他想。

新世纪金融公司让保尔森感到特别恼火。即便其他次贷公司问题层出不穷，这家美国排名第二的次贷公司，还是贷款给不良信用的借款人，不断刷新盈利纪录，股价接连攀升。一些购房者甚至连首付都无力支付，新世纪公司却宣称公司业绩蒸蒸日上，主管解释说，公司的贷款标准与其他竞争对手相比更加全面，这样在对手不敢做生意的时候，他们就能抓住机会。

保尔森才不相信。他让一位分析师跟踪新世纪公司的出借记录，发现与对手相比，新世纪公司的抵押贷款的问题不是更少，而是更多，进一步证实了保尔森的疑虑。

“他们睁着眼睛说瞎话。这压根就是不可能的事！”保尔森看到新世纪股价再次攀升，对佩莱格里尼表现得情绪有些失控，“这些伙计们在蚕食穷人啊！”

1月初，保尔森认为新世纪公司股价势必下降，对这家公司的持股进行了

减仓，对手窃笑。新世纪最大的股东是颇受赞誉的投资人大卫·埃因霍恩——他还是扑克比赛冠军，演员迈克尔·福克斯（Michael J. Fox）都是他的忠实客户。

一位银行业务员给罗森博格打来了电话，表示出了警惕之意。

“埃因霍恩可是新世纪的董事会成员，这您知道吧？”他问道，“他可不是一般的勤奋。”

新世纪公司对华尔街造成的影响，让保尔森恼怒不堪。每隔几个小时，他就要起身走到罗森博格的办公桌前检查他的交易情况，看看市场有何变动。有时，他还会拉来一张椅子，把脚搁在办公桌上，在旁边的显示屏上收看 CNBC。

他表面上十分冷静，于是员工们心里的大石头也就放了下来。但事实上，他正焦躁不安地倒计着 2 月 7 日，那天是新世纪 2006 年年报的预计公布日。保尔森知道，你可以对一年的前 3 个季度的业绩弄虚作假，但年终业绩是需要会计公司审核的，公司除了提供真实数据，别无选择。

2 月 7 日，保尔森在办公桌前坐到下午很晚，旁边放着一包纸包装的红樱桃，他抬起头，看见安德鲁·霍恩几乎是一路小跑到了他面前，在保尔森的办公桌上放了一份新世纪的新闻发布文件，他看着保尔森细细地咀嚼着这则新闻：新世纪报告 2006 年第 4 季度出现意外亏损。

“约翰，这些伙计们把问题闹大了！”霍恩兴奋地破口而出。

保尔森透过他的玳瑁双光眼镜，接着读了下去：新世纪过多的借款人在偿还贷款时出现问题，公司被迫购回已经出售给其他银行的贷款，损失先前几乎一年的上报利润。到头来，新世纪跟其他次贷公司没什么两样。

保尔森抬头看着霍恩，脸上划过一丝欣慰。

“终于等到这一天了。”

这条新闻向投资者脸上的泼了一杯冷水。次日，新世纪股票以巨额交易量跳水 36%，这是保尔森的第一个大胜利。

早晨，债券交易正在进行，罗森博格拨通了一位经纪人的电话，咨询最新的 ABX 指数，得到的回应让他目瞪口呆。

“您再说一遍？您说下跌了 5 个点？”

保尔森持有 250 亿美元次贷保险。因此 ABX 指数中 1% 的波动——或下降每一个点——都意味着公司盈利 1%，进账 2.5 亿美元。现在下降 5 点，保尔森公司就赢取 12.5 亿美元——比乔治·索罗斯那次传奇的做空英镑之举还多出了 2.5 亿。所有这一切，仅仅用了一个上午！

保尔森在自己的办公室里，看着屏幕上的 ABX 指数，闪过的数字让他呆如木鸡。“太不可思议了，”他低声自语着。

ABX 指数在接下来的几周内持续下挫，保尔森的喜悦却不露于言表。不过，员工们偶尔可以瞥见他的兴奋。每天离开办公室的时候，他脸上总会挂着灿烂的笑容。员工犯点小错误，他也不再严厉苛刻地指责，而是耐心对待。

2 月的一个下午，股市收盘后，保尔森闲逛到霍恩的办公室，在他旁边的一张椅子上坐了下来，翘着二郎腿，脸上露出顽皮的笑。保尔森慢慢抬起了双手，又放到了椅子的扶手上，没有言语，微笑绽开。霍恩无需再问了——今天又是一个好日子。

保尔森与一些员工们死死盯着电脑屏幕上的 ABX 指数。其他的投资——那些选择性卖空的次贷债券和各种 CDO——相对则比较难追踪，因为那些投资交易没有这么频繁，也无法通过指数追踪。

为掌握整个投资组合的表现，公司的风险投资经理亚当·卡茨（Adam Katz）每日两顾，交给保尔森每项公司资产的打印文件。一天，卡茨跌跌撞撞地冲向保尔森的办公室，整个团队的心都揪起来了，就好像孩子们听见了冰激凌车的叫卖铃声。他们知道，公司的业绩越好，他们的奖金就能越高。一些员工斜着眼睛，想看看保尔森对打印报告有什么反应，但他总是面无表情。

保尔森的许多客户都没有意识到次级抵押贷款的水深火热，这样的消息还没有登上报纸头条。数周之后，这些客户收到一封陈述公司 2 月业绩的信函，而后，投资关系经理吉姆·王接到了一位大客户的来电，他听起来很困惑。

“报告是不是印错了？是 6.6% 吧，怎么打成 66% 了？”

但是，印刷没有错误——保尔森的信贷基金当月真的上升66%。投资商们都难以相信。换做以前，保尔森公司就算把一年的增长全加起来，也连66%的边都碰不着呢。一些投资者觉得这太不可思议了，吉姆和员工不得不反复申明，数据确实准确。

“他们希望我们重申，确保这是真的，”吉姆回忆道，“他们都吓傻了。”

吉姆公布业绩的时候感到很不自在，投资者们肯定是不相信他，不然就认为公司肯定做了些风险特大的投资，才能有如此高额的利润。

他回忆道：“这有点太疯狂了，我觉得不自在。”

恐慌很快就散布到金融界的其他角落。在曼哈顿中心区的摩根士丹利，公司巨大的交易大厅里，各大对冲基金都拨通了它们的经纪人紧急电话，声音中充满了绝望。

“我们错过了机会！”一个人大声地朝电话嚷嚷，没有购买任何按揭保险，他看起来烦躁不堪。有些人呢，压根不知道什么是CDO，什么是CDS，央求着别人解释。花旗、美林和瑞银这样的大银行交易商也打来电话，疯狂地想要从CDS保险中分得一杯羹。大家争相购买，ABX指数再次下挫，人们本来就急得像热锅上的蚂蚁，这下子更是火上浇油。

保尔森的交易终于得以奏效。他的两个信用基金共花费了10亿美元，为价值110亿美元的多种次贷投资购买CDS保险。他的合并基金总共又花了约10亿美元，为价值140亿的抵押贷款购买保护。现在，20亿美元的超额利润已经到手了。

银行和其他机构现在欠保尔森一大笔钱，数目让任何一笔金融交易所欠的金额都相形见绌。他们中有些在CDS合同到期之前，拒绝给保尔森兑现。然而，佩莱格里尼等人在引述合同条款后，钱还是得以转交。一家银行威胁保尔森要违约，但最终还是放弃，公告了所需的担保，追加了巨额保证金。他们以为保尔森班门弄斧，他却让人另眼相看。

保尔森卖出了一小部分CDS保险，锁定部分利润，而保留了大部分份额，因为他坚信，房贷市场的风雨，这才是一个序曲。然而，交易的风险却越来越大。当抵押保险的成本便宜得不像话时，保尔森能够以廉价购买保护，缓冲风

险。但现在，ABX 指数从 100 点跌倒了 60 点，保尔森就要蒙受更大的损失——指数能反弹到 100 点，这是说来就来的事儿。如果按揭投资杀个回马枪，那么保尔森就会成为大家的笑柄：让千载难逢的投资机会从面前溜走。很多天来，佩莱格里尼越来越害怕这种情况发生。最终，他起草了一份建议，走进了保尔森的办公室。

“约翰，我们是不是应该在这个点位卖一些出去。”

保尔森盯着佩莱格里尼，干脆地回答说：“不。”

佩莱格里尼知道，反对也无济于事。他失望地走出了办公室。

他的恐惧很快就得以证实：市场开始集聚力量支持次级抵押贷款。贝尔斯登这种持有量最大的机构，看起来最急切地要打好保卫战。贝尔斯登是次贷抵押的第 5 大出借方，在债务交易的过程中获得了巨额利润。公司同样运营着两个大型对冲基金，由债权在握的拉尔夫·乔菲掌管。

贝尔斯登高级抵押贷款分析师吉安·辛哈（Gyan Sinha）召集所有的客户开了一场紧急会议，讨论 ABX 指数。听众多达 900 人，保尔森与佩莱格里尼坐在前面。许多投资人都希望能听到他的每句话每个词，迫切地想知道，市场崩溃的时候应该怎么做。

据一位参会人回忆，辛哈的忠告直截了当：“是我们购买指数的时候了。”如果按照贝尔斯登的模型分析，汇丰银行与新世纪公司发出消息后，“市场的反应过激了。”辛哈再三申明，这种事儿不过是旧瓶子装新酒，无需做出反应。

保尔森觉得自己的耳朵出了问题。提问阶段，他想与辛哈据理力争，但沉住了气，他还是不愿让别人知道他在干什么。

保尔森回忆道：“辛哈说，‘我的义务是告诉投资人，市场做空得有多么过火。’我对此不便多加评判。”

市场跳水，辛哈觉得是那些无经验、无抵押知识背景的投资人的卖盘造成的。这似乎是直指保尔森的团队。

辛哈继续说道：“整个价格波动，要说问题在哪儿，纯粹就是那些意气用事的人们的卖盘。说我没经验也好，不过我是真的不该再考虑这些市场上的基本估值了。”

保尔森觉得，辛哈这看涨的架势，简直是无药可救。佩莱格里尼对他的言论也无法认同。

佩莱格里尼说："他瞎扯呢。"

其他人也开始为次贷抵押贷款提供支持，ABX 指数因而反弹。2 月末，在纽约罗斯福酒店（Roosevelt Hotel）举行的行业会议上，乔菲与里恰尔迪都对市场做出了令人鼓舞的评论。有些人暗自窃笑：保尔森和那些做空的投资商根本就是"旅游投资人"，次贷市场风情他们哪儿懂啊。

接着，纽约对冲基金奥尔希尔的合作伙伴（Ore Hill Partners）总裁山姆·德罗沙-法拉格（Sam DeRosa-Farag）也发表了演讲，力劝成百上千的投资商进一步加大买盘幅度。前方的路尽管很坎坷，但短期看来，风景无限美好。

他讲道，"我们承担的风险还不够大，我们真的是一群懦夫。"

办公桌前，罗森博格在回复交易员们的来电，他们不停唠叨着对手基金正在加速购买按揭投资。

"西伯瑞斯（Cerberus）就要买了。"一位交易员告诉罗森博格，他在说纽约的大型对冲基金——西伯瑞斯资金管理公司，"巨额游资都在观望市场呢。"

罗森博格有点紧张了——交易员们认为大批资金准备突袭，说不定还真对。如果保尔森现在不卖出，说不定以后就没有机会了。

"我听说现在买家不少啊。"一天早上，罗森博格拉过一张椅子，对保尔森说。保尔森似乎被这句闲话给逗乐了。他拿起一摞文件，指向表格上的一个数据。

"布拉德，上月的平均房价是多少？"

他意思明摆着：房价仍然太高，最后终将下跌。现在退缩，还不是时候。

然而，ABX 指数回升，涨过 70 点，触及 75 点，接着在 5 月中旬达到 77 点的高位，腰斩了保尔森的利润。甚至在新世纪公告无法支付债权人，申请破产保护后，指数仍然一味上升。对抵押贷款市场来说，仿佛最糟糕的时刻已经过去了。

投资商德瓦尼

指数反弹的大幕下，有一位投资商名叫约翰·德瓦尼（John Devaney），他曾经发誓要远离次贷抵押贷款，但现在却看到了其中的价值，想方设法要参与进来。上学的时候，德瓦尼就曾因纵情玩乐被学校开除，父母离婚后，他也算历经了人生沉浮。

但在1999年，他在佛罗里达州比斯坎湾创建了一家贸易公司，名为联合资本市场公司（United Capital Markets）；没过多久，这家公司便成为"资产支持"债券——也就是以信用卡与租赁的现金流做为后盾的债权——的最大交易商之一。9·11恐怖袭击后，其他人都玩命地逃跑，德瓦尼却在购买不受喜爱的投资上有上佳表现，其中包括房车制造商和飞机租赁债务。

2007年，德瓦尼财富已达2.5亿美元。他乘坐私人湾流喷射机，在阿斯彭近两千平方米的维多利亚豪宅中小憩，不然就在他140英尺长的游艇"正利差"（Positive Carry）上招待客人；"正利差"是证券市场的术语，意指以低利率借款，而后以高利率投资。聚会上，他出钱请来各类艺人，如喜剧演员杰·雷诺（Jay Leno）、"数乌鸦"（Counting Crows）乐队和"多比兄弟"（Doobie Brothers）乐队。有一次，德瓦尼为当地的"男孩女孩俱乐部"（Boys & Girls Club）赞助了一场20世纪70年代主题义演，他披了一身人造钻石，以猫王扮相闪亮登场，而他的妻子赛琳娜（Selena）则装扮成了迪斯科女王。

德瓦尼公寓的墙壁上，安放着雷诺阿、塞尚及各位大师的名作。他捐钱赞助各种事业，小到文化项目，大到共和党，久而久之，他成了佛罗里达社交圈内的名人。

金融界里，许多人都对德瓦尼的交易能力给予肯定。

"我觉得在这个圈里，大家都想成为约翰·德瓦尼，"当时纽约野村证券（Nomura Securities）的高级分析师马克·爱德尔森（Mark Adelson）告诉《纽约时报》，"都想拥有他的洞察力，他的勇气，还有他制胜的管理与分析技能。"

2006年，德瓦尼手下的一家6亿美元的对冲基金势如破竹，年利润高达

60%。但他坚持不肯购买高风险按揭投资，甚至看到别人买就冷嘲热讽。

“我个人不太喜欢次级抵押贷款——其实说起来，我都希望这破东西赶紧出漏子。”德瓦尼在2007年初一次行业会议的小组讨论上说。

新世纪崩盘，投资商们都紧张兮兮，但德瓦尼却嗅到了机遇。那年春天，德瓦尼花了约2亿美元购买了他认为高质量的次级抵押投资。他说，随保尔森他们怎么说，但并不是所有的次级抵押贷款都那么危险。

“天呐，天呐！又是一条新世纪公司的消息。哎哟，苍天呐！”德瓦尼不无嘲讽地对记者说，一副玩世不恭的样子，取笑别人自寻烦恼。

不明朗的市场前景

2007年1月，拉斯维加斯。一场专门讨论次贷债券的会议在威尼斯宾馆召开，罗森博格在大厅外与一位银行家攀谈，这时，一位投资商走到他们身边说，前一天晚上，他和贝尔斯登的交易员曾有过一段不愉快的谈话。

“卖空抵押贷款可不是那么容易的事，”贝尔斯登的一位交易员告诉这位投资商，“贷款服务人员从按揭池中就能买到抵押贷款，你们这些投资人呐，就甭指着靠保险合约发财了。”

其实，贝尔斯登旗下有一家提供“贷款服务”的EMC抵押贷款公司，负责收取业主的贷款月付。如果EMC将按揭池中收益不佳的房屋贷款转化为更为健康的贷款，或向池中注入现金，公司就能保证按揭池里有足够的现金来清偿所有的投资人；如此一来，保尔森的保险就一文不值了。

后来开会的时候，另一位看跌房市的投资商，来自贝尔斯登的凯尔·巴斯（Kyle Bass）也告诉佩莱格里尼一条不太吉利的观点，他说，这是他在一家拥挤的酒吧中，无意中听到贝尔斯登首席按揭交易员斯科特·艾歇尔说的。

后来，艾歇尔否认参与这种幕后操控行为，表示他仅仅是在警告看跌的贝尔斯登投资商应该小心些什么。但佩莱格里尼已经高度警惕。几个月来他一直担心，公司的巨额盈利说不定就被市场中的什么人破坏，他也不知道，投资银行是否会采取措施，来增加按揭池里的资金储备。

“我在意，是因为我觉得，换我执掌贝尔斯登，我也会这样做。”佩莱格里尼讲。

圣诞节到了，佩莱格里尼和大儿子在杰克逊城度假，滑雪的时候，他爬到雪坡上和Markit集团的高管们进行了一次电话会议。Markit集团就是ABX指数的开发者。会议中，大家认为应该对能够引发对数据操控的因素加以澄清，但是烫手的山芋传到了国际互换和衍生产品协会的手上，这个协会代表的是复杂市场工具的交易员，但是它却没有消除佩莱格里尼的顾虑。

纽约。罗森博格购买了另一笔抵押保护后，一位贝尔斯登交易员不寻常地补充道：“我们有一份文件要发给您看看。”

罗森博格琢磨着，这估计没什么好事儿。

他在传真机旁认真地读了文件，发现贝尔斯登保留了与EMC公司共同调整抵押贷款的权利。罗森博格立即把这份文件给了佩莱格里尼。两人都没了主意，于是又接通了艾歇尔的电话，警告他别掺和按揭。

“交易部门不该指挥贷款部门，”佩莱格里尼说，声音很平和。

“但是保罗，我们得到授权了，”艾歇尔回答，“看看这些文件。”

一位高级交易员说，贝尔斯登正把提议交给国际掉期及衍生工具协会。如借款人还款有困难，适当地进行调整贷款利率，对贝尔斯登来的公共关系不失为一件好事——公司已经创建了EMC Mod小组，与当地的社区团体协作，调整拖欠贷款业主的房贷。

佩莱格里尼与罗森博格把文件拿给了保尔森，保尔森看了也愣住了。他把团队律师迈克尔·瓦尔多夫叫了进来。在多数的公司里，代理公司的是交易员，而律师则更具有专职性。而在保尔森公司则恰恰相反。瓦尔多夫37岁，天性开朗，留着短发。浏览过文件后，他冲出了保尔森的办公室，脸都气红了。

“他们打算操控市场！”他吆喝着，“他们能拿走公司所有的利润。”

瓦尔多夫观摩保尔森与佩莱格里尼的计划已经好几个月了；现在，该轮到

他来推动这笔大生意了。

瓦尔多夫打电话叫来其他次贷的做空者，包括格雷格·李普曼（Greg Lippmann）和凯尔·巴斯（Kyle Bass），接着聘用美国证监会的前主席哈维·皮特（Harvey Pitt）四处传话，说贝尔斯登造成了很大的威胁。皮特与瓦尔多夫在华盛顿特区与其他地方召开了一系列会议，说EMC能随心所欲调整抵押贷款——将业主的按揭付款进行切分，这实际上对保尔森有所帮助，因为这种做法会减少现金流入按揭池。然而他们说，EMC公司不能仅为了让次贷池不出问题而与贝尔斯登勾结，或者对按揭进行转换。

看起来，皮特与瓦尔多夫已经制造了不小的恐慌：贝尔斯登很快撤回提议。保尔森也就躲开了一场大劫。但他还有其他的难处。每次罗森博格给交易员通话来购买次贷抵押的保护，价格都不低。交易员说：现在市场疲软，对冲基金得增加付款。但是，保尔森的经纪人给他们亮出的每日“标价”——也就是投资组合持股的股价，价格则会低很多，有时甚至在同一笔投资上都存在差距。

罗森博格把各种报价传达给保尔森，他就愈发不安，有时还要亲自同经纪人讲话。

“您就不能把价格统一吗？”一位经纪人听见保尔森在电话中讲，“您卖95，我们买才75！”

“这个嘛，我们办不到，”交易员回道。

还有的时候，CDO报价高得离谱，让保尔森备受打击，即便他知道这样的价位根本不合常理。CDO等投资没有降价，他的保险就无从升值，收益就受到限制。

对投资商，对朋友，保尔森都直来直去，毫不遮掩地痛斥贝尔斯登低估他的保险价值。但他仍旧忠实地追随老东家，继续做贝尔斯登的客户。

想得越多，保尔森就越觉得，经纪人肯定是在找他的茬。他们所依赖的模型错误百出，定价跟他在市场上亲见的大相径庭。如果他们在给保尔森报价的时候，对有毒投资的价格估计偏高，保尔森就知道，经纪人肯定是加上了银行帐面上的同类投资产品。这也说明，银行根本没有表面上那么健康。

赢利滚滚

拉尔夫·乔菲管理的两家大型对冲基金很快就给了保尔森更多的理由来怀疑贝尔斯登的内部运营问题。乔菲的基金掌控约20亿美元的资金，但因债务过多，就买了200亿美元的按揭有关投资，2007年年初曾有收益。乔菲与搭档马修·丹宁持有各种CDO凭证，也包括那些高安全评级的份额，同时，他们还购买了相当多的ABX指数保护。因此，如果ABX指数下挫，乔菲的两个大基金就能升值。

然而私下，乔菲却开始有些紧张。“我很害怕这些市场，”据一份法庭文件显示，乔菲先生2007年3月15日在给一位同事的电子邮件中写道：“马修说，这要么就是一次彻底崩溃，要么就是一个绝好的买入机会。我更倾向于前者。”

2007年春，即使ABX指数出现反弹，CDO的价格最终还是下跌了。三四月间，乔菲的基金损失了15%。而他的出借方变得越来越紧张——开始收缩出借底线，并对乔菲与马修施加压力。

4月下旬，马修向同事乔菲发了电子邮件，表示他害怕他们投资的复杂债券市场到头来为别人做了嫁衣裳。根据马修的私人邮件，他提议应该讨论下关闭基金的可能性。然而，两人觉得可能有些杞人忧天，于是马上向投资人保证，基金运作良好。

但市场状况越来越糟，他们也匆忙地卖出了价值80亿美元的CDO。因为前几年的盈余，负荷着几十亿CDO投资的银行大笔抛售持股，价格跳水，CDO市场中的泡沫终于被挤了出来。

起先，贝尔斯登行政总裁詹姆士·凯恩（James Cayne）对公司对冲基金问题层现似乎并不担心。他分析，贝尔斯登的资金不存在风险问题。而大型机构、个体投资人和出借人都知道风险已经来临，定然会在基金的交易中看着他们的资金付之东流。73岁的凯恩性情暴躁，以前是铁屑销售人员，特别喜欢雪茄、高尔夫与纸牌，当年夏天，许多星期四下午与星期五，他都在新泽西度假公寓附近打高尔夫。当时，各种抵押投资的价格下跌，基金出现更大亏损时，凯恩却一个礼拜都呆在田纳西州的纳什维尔跟人家玩桥牌比赛，他似乎很自

信：乔菲的基金对贝尔斯登不会产生太大的影响。

很快，出借方迫使贝尔斯登将公司的其中一只对冲基金扩资到16亿美元，以确保其不致负债。危险的信号出现了，警示投资商们：贝尔斯登开始出现问题了。

7月，贝尔斯登的基金崩盘，客户损失达数十亿美元，同时也引发了金融市场的混乱。突然间，投资商对抵押贷款避之不及。房贷经纪公司也无法躲闪，削减各种CDO与次贷债券的价格，保尔森的保险产品的价格全盘大幅攀升。现在，保尔森的利润已经超过了40亿美元——至少财务报表上显示如此。但卖出股权之前，并没有实际利润到手。

投资商与银行都竞相购买保险，保尔森决定，卖出一些股权，时机已到。但保尔森唯一的债券交易员罗森博格正在陪着自己的妻子丽莎，等待第二个孩子的降生。

在康涅狄格的格林威治医院（Greenwich Hospital），产房的角落里，罗森博格临时搭起一间办公室，拉起旁边的一张要垮的椅子，把笔记本放在一张摇摇晃晃的桌子上，用手托扶着。他用手机不停地讲着电话，为保尔森进行销售。时不时地，罗森博格起身去安抚妻子，然后回到角落继续另一桩交易。丽莎则忍受着分娩的痛苦，理解地瞧着眼前的一切。

下午3点钟，分娩过去8个小时了，丽莎的医生说，孩子马上就要出世了，他走近了罗森博格的小办公室，让罗森博格也手忙脚乱。

“你得把手机关掉，”医生对罗森博格说，“好了好了……生了！”

华尔街交易所近乎疯狂，崩溃的不止是乔菲。瑞银集团管理的一个大型纽约对冲基金因持有新世纪等出借方创建的投机性二级抵押贷款，损失了1亿美元。两个月后，瑞银集团解雇了执行总裁胡皓华（Peter Wuffli）。

几天后，ABX指数大幅下跌，罗森博格转动办公椅，盯着身后老板的办公室，大声说出市场的最新行情。保尔森正忙着公司的事儿，还要处理这么多新闻，所以喜欢让员工直接告诉他对新闻的看法。

“约翰，下跌2点了。”

“下跌10点！”

“资金流出，价位更低了！”

保尔森公司的现金滚滚流入。但为了让团队集中精力，他没有表现出丝毫兴奋。有时下午，他就坐在办公室，慢条斯理地吃着沙拉，努力地在脑海中勾勒市场与经济可能会发展到多么糟糕的境地。一天，王来问问题，却发现保尔森在沉思，出神地拨弄着结婚戒指。等了10多分钟，他决定还是算了，于是就走开了。

保尔森不动声色地开始讨论卖出公司一成左右的股权，却没跟公司其他人说起。一些其他的对冲基金向投资人卖出了公司的股权和部分业务。保尔森也和一位银行家凑到一起，讨论做出类似举措。

2007年夏，保尔森悄悄地与两位主管见面，他们都有兴趣购买保尔森公司的部分股权。傍晚，在公司的会议室中，保尔森从头到尾都看起来很焦急，好像在等着什么重要的新闻。他平静地谈论着公司的发展历程，次贷交易的起源。而他的客人却弄不明白，保尔森为什么这么镇定，即便在他谈起公司的成就与发展时，也面无表情。他们想，大概保尔森生性就这么怪吧。

保尔森的公司对他们来说似乎不够大；那年7月，天气闷热，公司的空调系统也有些问题，座位还不大舒服。但保尔森的谦逊言行给他们留下了深刻的印象，他的次贷交易也激起了投资商浓厚的兴趣。尽管保尔森看似呆板，也没有他们遇到的其他对冲基金经理那样狂妄自大，但他对公司交易的了如指掌让投资商折服。

会议进行将近一小时后，罗森博格很有礼貌地敲了敲门，打断了他们。道了声抱歉后，罗森博格贴近保尔森的耳边，小声地说着什么。保尔森很快起身，也说不好意思，然后走出了会议室，把客人晾在一边，只能瞧着面前的一排思拿多冰茶。

过了10分钟，保尔森回来了，看起来似乎更高兴。他憨笑着，脸上一片灿烂。离开的那几分钟里，一看就有什么好事儿。他们越看越觉得保尔森藏着个秘密，而且还迫不及待地想要告诉大家。

终于，一位客人问，他是不是还有别的事情要处理，用不用找个更合适的

时间来重新安排会议。

保尔森最终松口说："我们今天的交易额出来了，赚了 10 亿美元。"

投资商们目瞪口呆。他们从来就没有听说如此火速的获利，一时间不知道说什么好。那个时候，他们明白，他们根本买不起保尔森公司的股权了。过了几分钟，他们起身准备离开，握手过后问保尔森生意究竟能做多大。

"我觉得肯定会跌到谷底，"他指的是房屋次贷的价值。"但我认为我可能需要提前卖出所持有的股权才能确保获利。这就是我的计划，"保尔森告诉他们。

决策纷争

因为这件事情，保尔森与其他投资商日渐不和，甚至与佩莱格里尼也出现了过节。

天上掉馅饼，大部分客户都感到无比激动，但是有些人却开始担心。保尔森得到了巨额利润，结果却任之流去，看似十分愚蠢；同样，如果他们坚定地跟随保尔森最后却落得分文未得，也多少会很尴尬。有些投资商还加入了保尔森的一些其他基金，他们更是着急。不论是对这些衍生品，还是对这种突然得到的收益，他们都未曾经历过。眼下发生的一切，让他们坐立不安。

瑞士瑞信银行的一些投资商，坚持要从涉足次贷保护的保尔森合并基金中撤资，投入到另一个不存在 CDS 保险的合并投资基金，这让保尔森很生气。

另一位投资商给保尔森公司打来电话："如果我能脱离你的基金，才不跟你纠结。你疯了啊，这不都已经盈利了嘛。"

保尔森很耐心地解释，次贷的价格刚刚开始下跌。

"那就捞一半嘛，"这位心中不快的投资商回应，从前就有人因为不肯放手而一无所得，他念念不忘前车之鉴。

保尔森回忆道："我根本说服不了他们。"

一些投资商开始跟保尔森的员工争论。

"抛出吧。都赚了 60% 了，还不够吗？"一位投资商缠着保尔森的职员，"他这是怎么回事儿啊？他想干什么？"

保尔森公司负责投资关系的员工蒂娜·康斯坦丁尼德斯（Tina Constantinides）

到佛罗里达参加一次行业会议时，一位购买了保尔森几只基金的客户，汤姆·默里（Tom Murray）不断地打来电话，让蒂娜尽快回复。默里在日内瓦 EIM 公司的美国分公司工作，公司投资对冲基金，老板是国际上名声显赫的投资商阿派德·布森（Arpad Busson）——他之前和超模艾丽·麦克弗森（Elle McPherson）交往，生了两个儿子，后来又与演员乌玛·瑟曼（Uma Thurman）订婚。

“您这又是冒险呢，”默里对蒂娜说，“您让我如何去对我的投资商们解释呀？”默里团队说，保尔森做的这是领域外投资，而且这部分比例大的有些出格了。

康斯坦丁尼德斯努力地解释，购买 CDS 合约对保尔森的基金几乎不存在风险。但在默里和员工们做了几周的分析后，坚持要把 EIM 的资金撤出，然后投入保尔森不太涉及次贷投资的并购基金。

电话一通通打来，康斯坦丁尼德斯只能一一搪塞。结束后她焦急地走进老板的办公室，请教他该如何应对投资商。

保尔森宽慰地说道，“数据显示更糟糕了，让他们耐心些。”

有了保尔森的这颗定心丸，康斯坦丁尼德斯就涌起了一股自信，沉着面对投资商的发难。但有些对冲基金的员工对次贷交易并不熟悉，也暗地表示，保尔森应该多抛出，免得次贷市场卷土重来。

甚至次贷交易的工程师佩莱格里尼也相信，公司犯了个弥天大错。

佩莱格里尼的担忧

从这年年初开始，佩莱格里尼就走了好运。对冲基金在 2 月的巨额收益，是公司多年来首次伟大的成功。而尽管 ABX 指数很快出现反弹，佩莱格里尼却已经被提升为对冲基金总经理，他的新身份得以确定。

对冲基金增加了 CDS 保护投资，佩莱格里尼也潜心研究最新的房地产数据，经常加班到深夜。一天夜晚，王跟他道晚安，他却工作入了神，没注意到自己的同事。

为了放松，佩莱格里尼时常到纽约北部的蒙地西洛赛马场（Monticello Raceway），开着自己的法拉利兜个一两圈，然后回家。

他和一位英国出生的零售业主管汉丽埃塔·琼斯（Henrietta Jones）订婚了。当年5月，两人举行了婚礼，在北意大利的巴比安内罗别墅（Villa del Balbianello）享受了蜜月之行。这座别墅历史悠久，俯瞰着科莫湖，丹尼尔·克雷格出演的新版詹姆斯·邦德电影《皇家赌场》中，就曾经使用过这里美得让人窒息的场景。

佩莱格里尼有些意大利人与生俱来的迷信。交易开始后，他就更是如此，为避免给自己和公司带来霉运，他使尽了各种办法：床上不能放帽子（迷信说法，这样会给人带来厄运或死亡）。说服妻子在房市即将见顶时卖出旧房子，租了一套上西城公寓，然后给屋里撒上了不少盐。还有，对这笔交易矢口不谈。

因此，妻子只不过模模糊糊地知道，佩莱格里尼要干什么大事业。有时她会问一下交易的情况，但丈夫只是微笑，不肯细说。

2007年夏的一天，在读到次贷市场的问题之后，她问佩莱格里尼，"这对我们是好事，对吗？"

"是的，"他回答道，仍不肯多说。

佩莱格里尼现在是保尔森两只基金的联席经理。但公司中只有保尔森有权指导交易。佩莱格里尼有时感觉自己被排斥在外。他鼓励保尔森把持住那些最低价格的CDS保护，而不要去买那些价格稍高的ABX指数保险。

"别管这个了，保罗，这有什么关系呢？买150个基点和100没什么两样的。"保尔森说道，告诉佩莱格里尼公司这样仍能大赚一笔。

佩莱格里尼想，约翰这样说当然容易，他那么有钱。

在保密问题上，两人的意见也不大一致。保尔森看来，保持低调能让基金以更低的价格积累更多的份额。但佩莱格里尼觉得，纸是包不住火的，华尔街上上下下已经知道他们想干什么了。他牙关咬了一年了，再这样下去他可坚持不住。

一天，高盛首席经济学家扬·哈奇乌斯（Jan Hatzius）与一位分析师迈克尔·马斯楚（Michael Marschoun）在电话上交换了房市意见。佩莱格里尼与保尔森在各自的办公室参与了旁听。

会议中，哈奇乌斯预测房价下跌。随后马斯楚说，房价下跌将导

致抵押投资亏损。然而，马斯楚对抵押贷款的看法却出奇乐观，因为他相信房市仍会继续繁荣。

佩莱格里尼看来，这不过是投资银行表里不一的惯用伎俩：竭尽所能来让房屋价格上升，还避免了对按揭保护具体估价。佩莱格里尼确信，他的这笔大交易，迟早会被华尔街这些大爷们破坏。

会议进入提问时间，佩莱格里尼听了几分钟就忍不住了，于是也开始发问。

“我想知道，哈奇乌斯先生与马斯楚先生为什么互相不说话呢。”

问题刚说出口，保尔森就派来一位下属冲进佩莱格里尼的办公室，切断了他的电话线。

几分钟后，保尔森脸红脖子粗地冲了进来。

“你这是聪明反被聪明误啊，保罗。”

“他气坏了，”佩莱格里尼回忆，“在我看来呢，他觉得那次会议是冲我们来的阴谋。我说，‘嘿，这玩意的定价有问题；咱就继续做下去吧。’”

次贷与房市的坏消息越来越多，保尔森于是让罗森博格卖出一些CDS合约，锁定既得利润。到了夏天，保尔森的公司出手了公司控股的三分之一，稳住了很大一部分收益。接着，华尔街谣言四起，说美林与花旗损失了数十亿的CDO。在高盛，包括伯恩鲍姆在内的团队也开始悲观——他从前可是一度怀疑保尔森大笔买入保险呢。他们现在都敛到了财富。

然而，保尔森公司所有的卖盘，大都是来自公司早期的基金，如他的合并基金。至于佩莱格里尼煞费心血的这两只信贷基金，他仍不肯抛出。

贝尔斯登曾威胁，要购买房贷，对保尔森卖空的所有按揭池价值施加影响，他们虽然做出了让步，但佩莱格里尼还是心有余悸。在大投资银行工作的经历，造就了他的多疑。一家银行只要购买一些问题贷款，把按揭池损失压在5%，保尔森的交易就会陷入困境。佩莱格里尼仍不放心。

夏末，佩莱格里尼再次找到了保尔森，那是个繁忙的早晨，他走进了保尔森的办公室，“约翰，咱们做些调整吧，”佩莱格里尼说，“保护点这些贷款。”

保尔森正在看文件，他抬起头来，看了看佩莱格里尼，然后接着工作，甚至没有答理他。这对他来说都是陈词滥调了。

几周后，佩莱格里尼凑在保尔森的办公室里，悄悄地谈论市场。这时，罗森博格转过椅子，大声对老板说：

“约翰，我们这儿有个高报价，能拉下指数。”

佩莱格里尼看着保尔森，一脸忧郁。他们刚刚收到了个高报价，购买一大笔的对冲基金的CDS保护。“约翰，应了吧。”保尔森却坚定地说，“不，我不想把指数降那么多。”

罗森博格开始感觉到了两人间的紧张关系；开会的时候，保尔森与佩莱格里尼有时会援引不同的新闻来支持各自的不同看法。

佩莱格里尼跟保尔森可不一样，他可是把身家性命都投入了信贷基金，他越来越害怕，刚有机会兑现盈利，一切就都泡汤了。

佩莱格里尼觉得，保尔森拒绝抛售信贷基金份额不无道理，因为投资商两年内都没有撤资权。而保尔森卖出其他基金的次贷份额，已经收成了利润。但佩莱格里尼的银子可是都压在信贷基金上了。时间一天天过去，保尔森一天不售，他就一天在担心错过这次赚钱的机会。

约翰已经从交易中赚钱了，佩莱格里尼想，可我还得在这儿担惊受怕。

困境中的伯利

加利福利亚州库伯蒂诺。迈克尔·伯利和保尔森做了一些相同的投资。2007年初，次贷市场问题加倍恶化，他所持有的抵押保护在漫长的两年后开始逐渐升值了。

许多投资商却没有祝贺他，他们仍然无法原谅几个月以前，伯利将他们的投资转入“侧袋账户”。伯利的经纪人和保尔森的一样，慢吞吞地才压下次级抵押债券的价值。伯利坚持认识，他购买了18亿美元抵押债券保护的侧袋账户，价值比他的经纪人标出的1.2亿美元要高出许多。然而当时，大家没有盈利到手。伯利的投资商们从他的对冲基金里撤资5 000万美元，给了他更大的压力。

投资商唇枪舌剑让他恼怒万分，冻结投资商的资金也让他坐立难安，于是，伯利极不情愿地卖出他的一部分抵押保险。他希望，也许卖出能证明他的策略有效，能让他赢回投资商。

2007年2月，伯利为试探市场情况，拿出一小部分的抵押保护出售。登时收益惊人，这样伯利卖出的价格高出了经纪人标价的一倍。

我就知道他们是在骗我！他想。

接下来的几个月中，伯利进一步卖出，将巨额利润装入了腰包。可是虽然“钱场”得意，伯利办公室内紧张气氛依然。塞昂资本首席财务官2006年财务报表没能及时完成。伯利只能告诉投资商，当年的税收报告将会有所延迟，而他们接收到的初步报告现在已经失效。投资商们正等着对伯利发难呢，这下子，机会来了。

首席财务官说他马上要离开公司，伯利团队就只能匆忙完成财务审核，着急上火地赶在6月交税截止期前将财务报表发给投资商。但是，伯利发现他目前手上的现金与公司财务报表上的金额相差了100万美元。似乎是手下疏忽了，但伯利也不肯定。

伯利想暂时舒一口气，于是一个周末，他带着家人带到了附近伯克利山的一个奢华度假地。去宾馆的路上，伯利的电话响了——又是一位发怒的投资商在询问关于税收报告的问题。他无法逃避。到了宾馆房间，他刚放下行李，另一个电话又打了进来。

“你们这里面有没有大型欺骗行为我怎么知道啊？”投资商问。

伯利不知该如何回答。他认为没有任何环节出问题，但因为最终的财务审核还没有完成，要他为投资商做出保证，他也是一万个不自在。他吞吞吐吐，这更是让投资商感到紧张。

伯利的团队最终完成了审核工作，差点没赶在6月截止期前完成。但即便如此，客户们还是接二连三地从基金中撤资。伯利夜不能寐，想弄明白自己究竟错在哪里，又如何修补现在的局面。

次贷抵押的价值终于如他所预测的那样出现下跌，但迈克尔·伯利精神却很崩溃，他很难让公司继续齐心合力了。



The Greatest Trade Ever

第12章 次贷恶化是个好消息

保尔森好像一位等待猎物出现的猎人，和他的团队目不转睛地盯着房价，希望从中找到一丝疲软的预兆，然后扣动贸易的扳机。大家欢呼雀跃，觉得暴风雨后的彩虹马上就要出现，约翰·保尔森却揣着一个鲜为人知的秘密。次级抵押的多米诺骨牌已经推翻。但是好戏，还在后面。

诡异的市场反应

阿兰·扎弗兰的办公室电话再次响起。已经快到中午了，他的助理的电话识别器上显示，这是一个来自洛杉矶的号码。他知道是谁打来的：杰弗里·格林。这已经不是第一通了。格林还是很着急的样子，而且语气中带着愤怒。

几个月前，为了让孩子们远离好莱坞剧情中流行的复杂社会风气，扎弗兰从贝弗利希尔斯搬到了北加州圣马刁郡的门罗帕克（Menlo Park）。然而，扎弗兰仍喜欢与格林来往。

当然，这其中很大一部分原因源于为格林做交易带来的丰厚佣金。但对格林的交易越了解，他也越希望交易成功。他觉得在这个荒谬的乐观主义者与愤世嫉俗的假内行横行的世界中，格林是个独行者，是现代版对抗歌利亚的大卫。他欣赏格林勤奋的研究，乐意帮助格林挖掘不为大家所知的房市数据，而这些数据，会给他们的贸易带来优势。

但 2007 年初，来电越来越多，格林的压力也越来越大。

格林拥有巨额的财富，似乎不会有太多现实的忧虑。他以 3.5 亿美元的净值向美林集团申请购买 CDS 衍生品，他也是洛杉矶社交界的重要人物。

但是在美林内部，有些人不大确定格林提出的资产净值是否完全准确。他负债数百万，生活穷奢极欲，在他马里布的家里聘用了两位全职管家，买了三家喷气机，还有一架是湾流号。他的不动产的价值达到 2.5 亿美元，但正在迅速掉价，而且要卖掉也不是件容易事。他还有 1 亿美元价值的其他资产，但几

年生意做不成功，这部分资产早就名存实亡了。

实际上，格林承诺每年支付 1 400 万美元购买价值 10 亿美元的次贷 CDS 保护。此外，为了这笔生意，他还要支付经纪人 6 000 万的佣金。他买了很多保险，而几乎没什么卖盘，因此次贷抵押价格 2006 年末稍稍上涨时，他就接到了很多美林的电话，强行要求他从其他账户中转账过来几百万美元，否则就关闭他的交易。

格林曾经向朋友和商业伙伴吹嘘他的种种手段，大夸特夸这样如何盈利。他的名望和自我价值感似乎紧紧地与交易连接在一起。但他的投资还是没有起色，他也不知道这是为什么。他想找来一两个朋友入伙，但没人愿意。这样，格林对他的两个经纪人就更依赖了。

有时候，格林跟他们打电话能打上好几个钟头，扎弗兰耐心地解释给他，为什么美林的最新价格表明格林在其交易上没有什么利润。如果房地产价格下跌，而他的交易无法获利，格林的麻烦就大了。

听到了让人失望的消息时，格林开始性情暴躁、困惑不堪。这个早上，扎弗兰拿起电话，准备听这位客户的恶言恶语。

“阿兰，你知不知道承保的是什么样的贷款？我就不明白了，这些价格怎么一点变动都没有？”

尽管自己也有点不太懂，扎弗兰还是尽力向他解释。房价在不断地下跌，而扎弗兰咨询的那位美林交易员还是说，格林的保险合约跟前几个月比，价格没怎么提高。

“暗箱操作！帮我查一下，阿兰！”格林说，接着就挂断了电话。

虽然对卖空房市的投资忧虑不已，格林还是看中了贝弗利希尔斯的一套 11 万平米的待售地产。楼盘开工已经长达 4 年，但只完成了 80%；豪宅的前主人是一位阿拉伯人，离婚后他放弃了这座豪宅。屋子建筑面积 5 600 平方米，配有约 30 万平米的葡萄种植园和一条长 600 米的双排车道，靠近冷水峡谷（Coldwater Canyon）。

格林想，我怎么能拒绝这房子呢？

2 月的一个早上，格林与他的未婚妻陈诗媚在洛杉矶中心地带的一家法院

的破产管理听证会上准备投标。他们中标的几率似乎不大。法庭上站着几位律师，代表着拥有惊人财富的芝加哥家族的亿万富翁继承人安东尼·普利兹克（Anthony Pritzker），白手起家的地产亿万富翁阿兰·凯斯登（Alan Casden）。两位都是《福布斯》杂志上全球前400位富翁中的人物。

竞标起价是3 300万美元，每次举牌增加50万，价格马上就被抬高。格林与亿万富翁们抬价，压力重重。格林出价到3 500万美元，就算那些富裕的对手也觉得过高，只有认输。他高兴坏了——贝弗利希尔斯比这小的地产都能卖3 000多万美元。但现在，他还得再花几百万把房子盖好，付上物业税，又给他带来了财务压力。

格林希望把豪宅完工，卖出去获利，他把屋子装修得很吸引人，选了两张巨大的性爱画作挂在东翼，把一张一美元纸币的黑金属复制图悬于大门的上方。屋子的其他地方则使用了当代越南艺术与欧洲古典的融合风格。一段时间后，格林聘请秘鲁木制品雕刻家来制作了一些壁炉雕刻和天花顶。

格林给豪宅取了一个基督教的名字，叫做Palazzo di Amore，意为“爱的殿堂”。他觉得这种漂亮的名字会是一个卖点。

“每一座伟大的房子都应该有个伟大的名字，”格林说。

现在，他拥有了更多的房产，但他坚信房价定会下跌。

“要是交易没戏，我就完了，”他对老朋友杰夫·李伯特透露。李伯特本来以为，买这套昂贵的新家也许是为了打动诗媚。“他很大胆。”李伯特说。格林可是将“大部分筹码”都压在了这一次交易上。

然而，采取这种策略，格林也有所困扰。如果格林以低价来购买所有次贷抵押保险，那卖给他的又是谁呢？

“我问了100个人，‘这些交易的另一端是谁。’”格林回忆，“提这个问题，我都觉得有些尴尬。我是说，我已经为价值10亿美元的房产买了保护，到现在我才问？”

但是得到的答案依然没能解开他心中的疑团。

“人们总是说，‘能有利润的是CDO。’……听了他们的解释后，我还是不完全明白。他们不想把本金要回来了不成？”

格林知道什么是CDO，但他始终无法理解，他觉得这些权证那么危险，却有人要把保险廉价销售。难道他疏忽了什么吗？

“我一直在等某个人说，‘等等，您疏忽了他们这些交易的真正原因。’”

2007年初，格林的交易开始发生转折，他给扎弗兰的电话也没有先前那么紧张了。

“市场终于开始明白问题的严重性了，”在获悉他因卖空ABX指数股权价格资产开始升值后，他告诉扎弗兰。

当格林读到政府运作的新项目“现在希望”（旨在帮助抗争的房屋拥有者能依房而住）时，他惊慌万分。他觉得，他终于找到了自己策略中最致命的问题。

如果政府项目成功，并采取更为大胆的行动来帮助贷款人，那么这将有助于稳定房屋市场，限制次贷抵押池的损失。格林想，我是不是应该现在抛掉那些保护，不然就太晚了？

格林决定拨打“现在希望”的免费电话来询问一下。然而，当他接通电话之后，他却被告知稍等——这一等便是40多分钟。

格林认为，这对于房屋所有人不会是个好的迹象。

好不容易，项目的一位代表拿起了电话，格林假装自己是一个身陷困境的房屋所有人。

“您好，我在卡诺加帕克（Canoga Park）购买了一套公寓。现在的问题是，我的抵押是20万美元，隔壁的房间卖出了，售价仅有16万美元，我现在付款的确有些困难。您有什么好建议吗？”

“再还钱真的没有什么意义了，”电话另一端的声音友好地回答，“这样你得不到任何好处……你把钱省下来然后到别处再买一套吧。”

这个答案让格林不知所措。

政府实际上是在告诉人们不去按期支付抵押贷款？

格林认为，如果政府提倡这种做法的话，那么房屋市场就糟糕了。

春天，ABX指数出现反弹，格林所持的股权价格则出现下跌，让他又紧张了一把。他马上就卖掉了他的一些保护，并让他的经纪人给自己接通摩根大通公司的三位高级分析师，来探查他们对市场的理解。分析师表示，从高峰到

低谷，房屋价格的下降幅度不会超过24%。格林无法相信——他自己的房产价格似乎已经跌破了这个百分比。纽约的这群家伙知道自己在讲什么吗？他们是从哪里得到那些数据的？

格林联系的其他分析师预测，连续出现许多违约，也不会让抵押债券的投资商蒙受巨额亏损，因为当房屋所有人搬出房产时，房产又可以全价销售。在格林看来，这种言论也很不靠谱。在他的房产居住的信用欠佳的租户通常是在他们不想付租金并被赶走的时候破坏房屋，把房屋里他们能拿走的都带走。

格林告诉一位朋友，“他们通常都有受骗的感觉，次贷的贷款人怎么会不一样呢？

但随着ABX指数在春季出现上涨，格林持有的股权再次贬值。他也再次对扎弗兰大发脾气。当他得知，他投资于跟踪风险抵押CDS保险的ABX指数有所上升，而投资于各种次贷抵押池类似保护却相对廉价的时候，特别心烦。格林花了几个月的时间，从房屋市场中挑选了毒性问题特别严重的按揭池，和房市问题严重的州中几乎没有净值的抵押贷款。然而，他的CDS保护几乎没有盈利。

“这个按揭池中佛罗里达与加利福利亚的贷款更多，常用信用指数低且有着更多的‘骗子贷款’，标价却高于ABX指数，”格林告诉扎弗兰，他越说越生气，“为什么？”

有时候ABX指数出现大幅度波动，格林却还无法获得他投资于各种按揭池的CDS的报价。而当他问及按揭池中的贷款情况，经纪人经常支支吾吾。他觉得好像参加了一次人生中最重要的考试，却一直在猜着最后的结果。

他接二连三地给扎弗兰打电话，周末也不放过。他们一起分析着格林卖空的上千种贷款，努力想要知道它们的情况到底如何。格林听起来更生气了，而他们的谈话时间很短，火药味越来越浓。

“你是不是和我看的是同一个市场？”格林对着电话怒吼。

格林不明白他为什么赚不到钱，扎弗兰也不明白。格林更加郁闷。扎弗兰追着公司的交易员询问为什么他们给格林的报价如此之低，他觉得美林的同事们都在躲着他，挖苦他对自己的客户似乎比对东家还忠诚。

格林觉得，扎弗兰从交易员处得到的答案根本说不通。房屋市场最终崩溃，而他的交易却还没有动静！在与扎弗兰的通话中，格林气得说话前言不接后语，语速快到扎弗兰根本就弄不明白他在说什么。

“价格终究要下降的——你怎么就不懂这个呢——给我回电话——再见！”接着他就会挂机。一天，快挂电话的时候，他喊道：“为什么！为什么！为什么啊？”

道德边境的挣扎

杰夫·李伯特看着房屋市场的问题接踵而来，自己也感到备受挫折。这位来自波士顿的英俊潇洒的51岁房地产开发商手下的中型公司拥有4 000套公寓，分布在新英格兰与佛罗里达，拥有14万平方米的零售空间。

从房地产崩溃中获利，李伯特似乎有着天生的才能。他在房地产界有着30年的经验，还在哈佛上学时，就和格林从几套房产开始做大。他预见到了次贷抵押的问题，并鼓励格林购买CDS保护。也是李伯特告诉约翰·保尔森，房地产投资并不是大多数人想象的那样利润丰厚。

李伯特的父亲是西点军校的毕业生，坦克决战中在乔治·巴顿将军的部队服役，后来在纽约韦斯切斯特的郊区查帕阔（Chappaqua）为雪佛兰汽车做代理起家。李伯特在该地区的贵族私人学校读书，之后在阿姆赫斯特大学主攻经济学，在班上名列前茅，毕业时获得了罗德奖学金。格林还在美国西岸享受着钻石王老五的生活，李伯特却遇到了史密斯女子学院（Smith College）的毕业生，通用电气主管的千金马蒂·布朗（Mardee Brown），两人喜结连理。

在波士顿咨询集团工作几年后，李伯特因为不喜欢经常出差，于是离开了公司，之后与自己的兄弟共同从事房地产开发。2005年，因为担心本地房地产出现问题，他卖出了公司三分之一的股份。他其实还想卖掉更多，但不想因此而解雇公司的员工。况且，孩子们现在也在和他一起工作，如果他卖掉了剩余房产，孩子就无所事事了。因此，即便日益忧虑，他也只能紧抓不放手。

“我认识的每位医生都投资了房地产；每次去高档饭店，食客也都在谈论房

地产投资。”他回忆道，“那个时候大家已经能够看见，在 2006 年签下的抵押贷款已经出现了很高的拖欠情况。

但李伯特却丝毫没有为房市崩溃做出准备，即使这威胁到他的公司，以及他所积累的约 1 亿美元的财富。在听取了格林谈到的卖空市场之后，李伯特电话通知了一些经纪公司去购买他自己资产的 CDS 合约。高盛、美林与所罗门美邦都拒绝了李伯特。他们觉得李伯特的投资规模太小，没有购买能力。李伯特与格林不一样，不会过分地要求经纪人，觉得这样注定不会成功。保尔森同意让李伯特入股他卖空次贷的对冲基金，但李伯特不大愿意套上自己的资产，也不愿意向保尔森支付 20% 的盈利。

2007 年 2 月，新世纪公布爆炸性新闻，李伯特觉得他错过了一次豪赚的机会，于是打电话给格林，要求加入这笔交易。

“你他妈的是不是发了大财了？”李伯特说。

“说实话，交易有些起色，但不是那么大，”格林回答。

格林告诉李伯特抓紧时间，想个办法购买自己的 CDS 合同，不然就太晚了。

“你忒没种了吧，李伯特！”

那个时候，李伯特已经受够了。“我不能再作壁上观了。”

李伯特给摩根大通打了电话，再次争取获得批准购买 CDS 合同。这一次，他的电话被转接到格林在纽约的经纪人约翰–保罗·托马塞提（John-Paul Tomassetti）。在 2007 年复活节周末，托马塞提同意李伯特购买格林已经买到的 CDS 保护。（托马塞提的昵称 JP 和保尔森一样，李伯特致电格林讨论交易的时候，还因为这个简称闹了些误会。“他说，JP 说什么什么的时候，我都不知道他是在说谁。”李伯特回忆道。）

几天之后，格林的另一个经纪人扎弗兰也同意李伯特与美林进行交易。李伯特花了 50 万美元，跟格林一样购买了关于 ABX 指数 BBB 评级份额的 CDS 保护。

“那么简单，我还以为我忽略了什么东西，”李伯特回忆，“我想我还是没有弄懂这个行业。”

买入投资后，李伯特就发现自己有了很怪的想法：他希望业主们因无力支

付抵押贷款都陷入困境，这样就能有助于他的交易获利。他越发感到不自在。虽然业主能不能支付按揭贷款不关他的事，他却满心负罪感。他怎么会跟这些老百姓们过不去呢？

在和这场投资斗心斗志的过程中，李伯特也曾经尝试把注意力从交易中转移出来，发誓每天只是在交易收盘时看一次 ABX 指数的情况。就好像戒什么瘾一样。

“格林整天都在看这些信息，但我没法这样做，”李伯特说，“我尽量不去看那些数据波动。”

春季，ABX 指数出现上升，李伯特突然面临亏损，觉得自己更希望抵押贷款问题恶化。随后次贷抵押市场的震荡使他从中获利，但是他却感到内心十分歉疚——同时也在想他是否购买更多的保护。他真的承受不了这么多。

他原来在卫生间抽烟。现在向员工要雪茄，在波士顿郊外牛顿的办公大楼前与一些职员一起抽。

“米歇尔，我要是聪明，就多做点这些买卖。”一天，李伯特特别压抑，开始向一位同事倾诉。米歇尔听着老板的苦衷，感到很同情。她同样觉得，老板卖空的那些债券，谁都不该拿着。

但父亲顺路来办公室的时候，他却换上了另外一副表现。

“你知道你在干什么吗？”父亲激动地说，“你说的是华尔街；这些家伙们不可能一无所知吧。”

“爸爸，这样的价格，您愿意持有这些债券吗？”

“不，我不愿意……但华尔街的这些家伙们做事儿是有道理的。”

格林经常给李伯特打来电话，教唆他买入更多保护，这更让李伯特生气了。

每月的 25 日，李伯特都会给经纪人打电话查询最新的“汇款”报告，这能让他了解到那个月次贷按揭池的盈亏，以及有多少业主在当月拖欠贷款。

他竭力想要冷眼观察房市，但还是迫不及待地想要知道结果。

“结果出来了吗？出来了吗？”他会问。

“我需要知道违约率是不是在增加。我希望且祈祷着再有 10 万人失去房子。”

李伯特也让别人对他的新投资发表评论，希望能够找到些许安慰。他的好朋友，当地的牧师斯蒂夫·史密斯（Steve Smith）可就不大高兴了。

“你应该收手了，”史密斯说，“我真不能相信你居然为这高兴。”

“我不高兴啊。我觉得很不自在呢。”

李伯特的妻子进来，想要为丈夫辩护。

“这就跟在赌桌上一样。杰夫就是下注，他又不是给人家贷款的。”

李伯特一些不错的朋友也对他这样的做法不满。有些甚至打来电话，让李伯特解释自己为什么这么做。

“这问题又不是我造成的，跟我没关系，”他回应，旁边的妻子点头表示同意，她一直为他提供精神上的慰藉。

“朋友们让我感到很内疚，”李伯特回忆，“我也控制不了自己……别人没了家，我的确很开心。”

李伯特给他的经纪人扎弗兰打去电话，告诉他自己的想法，想得到些支持。

“我特害怕，阿兰。我这不是看涨别人的痛苦吗？”

“我明白。”扎弗兰同情地回应。然而，李伯特几乎不会与格林谈起这些内心的挣扎——他根本不会明白。

“李伯特，心烦什么啊？”

“这让我浑身起鸡皮疙瘩。”

“这又不是你造成的！”

“我知道。可是我们把快乐建立在别人的痛苦之上。”

当涉及交易的道德层面，李伯特与格林就好像有不同的理解。

格林承认：“我甚至都没有思考这些东西。如果早就有人这样，那么负债的价格就会高一些，事情也不会失控。要是早就多点人卖空，世界就更加美好。业主们现在的困境，跟我们没有任何关系。”

李伯特也有些同意这样的看法。但他心里仍不舒服。所有的这一切让他身心疲惫。

贷款者之忧

马里奥·蒙特斯（Mario Montes）与莱蒂西亚（Leticia）就是李伯特卖空的房屋所有人的典型。正因如此，他才为自己的所作所为感到不安。

2005年6月，蒙特斯夫妇找到了一所他们钟爱的房子，一套奥兰治县的中产阶层社区的平房，粉刷着灰色的墙壁，后院还配有一个热浴盆。房子需要花56.7万美元。他们面前只有一个难题：没有足够的钱首付，除非他们同意在头两年以低利率使用抵押贷款，否则根本买不起这套房子，但这种贷款的利率在两年过后就会飙升，月付增加50%。经纪人向年收入总共9万美元的蒙特斯夫妇保证，利率上升之前，他们很容易重新融资。夫妇两人坐在厨房的桌前，看着两个十几岁的女儿，决定削减度假与出外就餐的费用，冒一把险，当上这个房主。

然而到了2007年夏，他们的房屋大幅贬值，借款人最终也收紧了贷款要求，再融资就更加不可能了。蒙特斯夫妇面临着每年5万美元的按揭还款，扣税后，他们的钱也就只有这么多了。

“我们现在根本就在面临着一场灾难。”48岁的仓库管理员马里奥告诉记者。他说，他非常恐惧，这让他丧失了抵押品的赎回权。

他说：“这会儿我们真的也不知道怎么办了。”

“这是我们的家，这是底线，”莱蒂西亚告诉一位来访者，“我们不希望就这样放弃，只要有一线希望，我们就会争取。”

次贷的进一步恶化

夏天，房屋市场的数据已经让李伯特无法忽视。2007年初赚到的次贷抵押贷款，其10亿美元按揭池的8%已经违约——而抵押合同仅仅签订了6个月。而还有15%在不到9个月的时间内也即将违约。数据越来越差！李伯特知道，拖欠款并不一定意味着按揭池的损失。但是，如果损失达到12%，即1 200万

美元，AA 评级的债券就都需要还清负债。

李伯特将自己所有投资 BBB 评级债券上的保险都转变成 AA 评级的保护。因后者仍被认为在很大程度上是安全的，卖出价格仍旧低廉，让李伯特的投资有更多的回报。现在，对于他每投下的 1 美元，就拥有 25 美元毒性按揭的 CDS 保险。

“你真的应该介入 AA 评级，”李伯特告诉格林。现在轮到格林辗转反侧了。他应该跟着李伯特，把自己的保护转变成 AA 评级债券的保险吗？格林与美林和摩根大通的分析师安排了一次电话会议，他们最后同意，保护 AA 评级次贷抵押的 CDS 合约会比格林手中的 BBB 评级次贷抵押保护更便宜。

格林于是买了一些 AA 评级债券的保护，但很快就有了其他烦心事情。9 月下旬，他与陈诗媚在他的贝弗利希尔斯的豪宅举行了结婚典礼，宴会花费了 100 万美元，成为洛杉矶社交圈内一时之谈。参加婚礼的贵客包括了奥利弗·斯通（Oliver Stone）、洛杉矶快艇队的老板唐纳德·斯特林（Donald Sterling），还有辛普森的律师罗伯特·夏皮罗（Robert Shapiro），迈克·泰森则是格林的伴郎。当日，身着衣袖带有施华洛世奇水晶的礼服的陈诗媚，在法国石灰石眺望台上嫁给了格林。时过午夜，饮酒狂欢的客人们在格林 24 辆车的车库里的旋转式舞池起舞。约翰·保尔森没有到场，但送来了一张祝贺卡片。

但是格林从没有放开自己的生意不管。就在婚礼的过程中，格林把李伯特叫到一旁，说有要紧的消息：“你的生意今天到了 89.72 点！”

李伯特震惊了。他在 ABX 指数 80 点的时候，购买了一些 AA 评级次贷抵押的保护。现在的指数几乎又高出 10 点。他过早地把 BBB 评级保护转为 AA 评级的保护，利润损失了一半！

接着，李伯特渐渐明白——格林不可能这样详细地了解到指数的价格。指数从来不会以小数点报出。格林知道他缺乏安全感，在耍他呢。

格林带着放心的笑容转向自己的妻子。

“他说什么，89.72 点？”李伯特说，“他知道我笨，就耍我玩呢。”

“他知道我不想做这笔交易。”李伯特回忆道。

夏末，李伯特将良心的谴责摆到了一边，制定好了计划将更多的资金用于

投资。他相信，肯定有大事要发生。

李普曼的判断

2007年初，格雷格·李普曼没收到一个数据，这在暗示：您的奖金正在飙升！2月，随着ABX指数的跳水，李普曼的团队持有为30亿美元次贷抵押的保护，因而获得了巨额的利润。那个月的一天上午，他们赚得了2 000万——是他们收益最丰厚的一天。次日，好运气再次来临！好消息越来越多。这个星期中，李普曼的员工共获利1亿美元。彭博计算机终端成了他们最亲密的伙伴，每个报价都让他们欣喜若狂，但每到收盘报价，大家又没了心情。

起先，李普曼试图抑制住感情——他的奖金支票到年底才会取消，而他知道交易如果出现麻烦，仍需时日。但他情不自禁地感到宽慰。在接待了一位新的对冲基金客人之后，李普曼与公司分析师徐幼于在曼哈顿大街散步，他一脸惊讶地对同事说。

“这真的可行。终于可行了。”

其他交易员也找到李普曼，问他对他们下一步做法有何建议，以及他对市场的未来动向的看法。以前对李普曼不以为然的同事，现在都找上门来了。

“这才刚刚开始！”他回答道，让他们赶紧看跌。许多人也开始转变了看法，购买了CDS合约。其他人也按照李普曼的建议，减少了他们的抵押投资的持有数。

一天，德意志银行全球市场伦敦总裁安舒·贾恩（Anshu Jain）拜访了公司的纽约分部。他走向了李普曼，和蔼地微笑着与他打了招呼，对李普曼获得的巨额利润表示肯定，认为他在银行的地位应该得到提升。但贾恩可没有想恭喜李普曼的意义。

“您认为这些保护需要买吗？”贾恩问。很明显，他想让李普曼卖掉一些持股，收获利润。

李普曼拿出了房屋市场的最新数据，告诉贾恩，房市在不断恶化。

“我们得好好地把持着,. 价格正在下跌。”李普曼说。

贾恩没有再说什么。但ABX指数每次下跌，李普曼都会收到银行上司与风险专家的电子邮件，大家都让他抓紧卖掉一些份额，或者至少考虑减少。有些人甚至勒令他这样做。他们的意思很明显：你最好是十拿十稳，否则利润蒸发，你就得承担责任。

李普曼不敢相信这一切——数据越来越糟，而不是更好。这个时候应该是加大交易量，而不是减少！

他们怎么就不明白？

春天ABX指数出现反弹，李普曼越来越心酸。无论如何，市场回升，抵押保护的价值更低，他告诉更多的对冲基金放手交易，而获得额外的佣金。而房屋价格继续走弱，李普曼更加相信，BBB抵押债券将走向毁灭。

李普曼对最高评级的债券却把握不大，但在与约翰·保尔森的一次谈话之后，他相信即使是A评级的债券也会陷入困境。于是，李普曼也开始催促客户购买用A评级证券的CDS保护。

到那个时候，在李普曼教导下做次贷交易的各种对冲基金开始与经纪人联络，进行投资，华尔街上，李普曼的想法蔓延开来。很快，李普曼收到了贝尔斯登斯科特·艾歇尔的电话。

“你为什么要告诉别人局势要变得不可控制呢？”艾歇尔问，“你为什么如此肯定？”

艾歇尔说，房屋市场是有弹性的，这笔交易不会有利可图。

“伙计，要是房屋市场下跌了，次贷市场就是我们的大餐。”李普曼回答。

拉赫德的转机

安德鲁·拉赫德的圣莫尼卡公寓里，他也在盯着房市恶化的数据。二月恐慌也让拉赫德在他初次购买抵押保护并发起自己的对冲基金——拉赫德资本——不到3个月就分到了一杯羹，和保尔森、格林和李普曼一样。他的公司现在的资产净值达到了600万美元。

但是拉赫德的压力却越来越大。他持有资产的净值攀升到了几十万美元，

但他一点儿都没有卖掉以锁定利润。相反，为了给几名员工发薪水，他的花费却日益增加。拉赫德从自己的小基金中每月只能赚几千美元，连付房租都够呛。如果他把钱用完了，他就不得不卖掉 CDS 保护，捞上区区几十万美元利润，然后再次去找工作，看着别人利用房市这棵摇钱树赚得盆满钵满。他可不想这样。

拉赫德无论如何都要让他的交易进行下去，让基金好好发展。他得找到一位能相信他的投资商。为了减少开支，拉赫德几乎不离开自己的公寓，午餐就在附近的快餐店弄一个火鸡三明治，晚上清理完桌上的文件之后，就开一听金枪鱼罐头充饥。

春天，ABX 突然反弹，拉赫德蒙受损失，他的宏伟计划仿佛就此敲响了死亡丧钟。他不接朋友和家人的电话，玩命式地找寻投资商的支持，积蓄也所剩无几。他心情沮丧，一天到晚呆在附近的海滩上晒太阳，看着身着比基尼泳装的姑娘。

我他妈的就天天在这儿混吧，他想。

拉赫德觉得，自己并没有赚到多少钱。然而，自打他开始进行这笔交易，ABX 指数已经下降了 10%，CDS 保险也有所升值，不再是他天天做梦想让很多人去投资的那个价位了。如果投资商那时都不理会他的交易，现在价格更高，就更没有道理去关心了。他似乎真的是运气不好。

接着，拉赫德的事业出现了拐点。圣莫尼卡总督酒店（Viceroy Hotel）里举行的一次会议上，他被引荐给了一位名叫诺曼·斯尔克（Norman Cerk）的本地投资商。斯尔克出资协助运营了一个小的对冲基金巴莱斯特拉资本伙伴（Balestra Capital Partners），已经为自己的公司卖空了风险 CDO 以及最低评级的 ABX 指数，但他还想进行更多的投资。见到拉赫德的时候，他发现原来有人比他更担心金融市场，对此他感到有些震惊。

“他简直悲观到了极点，”斯尔克回忆，“这个看起来邋邋遢遢的伙计一直在说，‘一切都要完，趁早投资黄金吧。’”

之前的工作上，拉赫德这样的表现惹恼了老板，两人闹得很不痛快。但斯尔克却很欣赏拉赫德的激情与信心，拉赫德对房屋市场的了解深入，也让他大为折服。拉赫德提出建议说，斯尔克应该买入一些 ABX 高信用评级份额的保

险。他甚至坚持认为AA评级的债券都会变得毫无价值，这种观点即便对斯尔克来说也太过于激进。

然而，拉赫德最终说服了斯尔克，让他拿出了650万美元投资。与保尔森和其他人的投资金额相比，这简直就是九牛一毛，但拉赫德却觉得足够了。支票的钱一到账，拉赫德就把钱投资购买了跟踪ABX指数次贷的更多保护。终于，拉赫德实现了自己的梦想，管理了一笔交易。他确信再过几个月，他也能成为一位富有的年轻人。

经济假象

拉赫德的投资似乎恰逢天时。2007年7月，标准普尔对2005年到2006年间交易的612种居民住房抵押债券降低了评级，共计负债120亿美元。而这正是保尔森、李普曼、格林、伯利以及拉赫德卖空的同一种投资。标准普尔甚至警告，该公司正在审核使用次贷抵押作为担保的CDO合约，意味着价值数百亿美元的附加债券的评级将被严厉打击。标准普尔同样降低了由债券大亨雷曼兄弟与贝尔斯登签发的价值120亿美元的债券评级。这两家公司发行的证券一举跌到了“垃圾”水平。另一家大型评级公司穆迪公司，则降低了他们对价值50亿美元的次级债券评级，并警告说他们将对更多的按揭降级。

2007年夏，次贷市场陷入深层困境。跟踪风险最大的房屋贷款的ABX指数已经下跌到了37点。一天，按揭市场情形格外糟糕，格雷格·李普曼的团队获利1亿多美元。在坐地铁回家的路上，李普曼似乎震惊了。

尽管次贷抵押市场出现阴霾，华尔街的巨头们似乎叹出一口宽慰的气，因为其余的经济部分看起来没有受到影响。6月下旬，融资收购龙头公司黑石集团（Blackstone Group）在公开销售证券的头一天就打破记录融到了约50亿美元，联席创始人史蒂芬·施瓦茨曼（Stephen Schwarzman）在公司的股权一跃达到80亿美元。

几个月前，施瓦茨曼60岁大寿，举办了一次奢华的宴会，纽约城的帕克大道的几条小道都被封闭，以方便贵宾们的进出。

世界金融领袖们不断地告诉公众，次贷虽然混乱，但不足以影响整体经济。他们似乎想说，该干啥干啥，这儿没什么好看的。

“基本面最终能支持房屋市场的需求，包括个人收入的稳定增长，低廉抵押贷款利率。”美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）6月5日说：“我们将严密的监视次贷市场的发展情况。然而，眼下次贷市场看起来是不可能严重扩散到更为广阔的经济体或者整个金融系统的。”

加利福利亚，纽波特海滩。最大的债券投资公司太平洋投资管理公司的投资商们觉得债务价格低廉，开始购买大型经纪公司发行的债券。8月，太平洋主管比尔·格罗斯说：“我认为全球经济非常坚挺，美国经济十有八九能够避免一次经济衰退。”

在AIG，2005年末前的部门主管约瑟夫·卡萨诺（Joseph Cassano）为数十亿的抵押写下承保，在一次投资商会议中说：“经过慎重的研究，我们认为在那些交易上损失1美元都很不现实。”

甚至跟踪BBB评级的次贷抵押债券的ABX指数都有些许上升，超过了40点。跟踪AA评级贷款的指数则飙升到95点。10月初，大家都相信经济已经走过低谷，道琼斯工业平均指数创纪录达到了14 164点。

大家欢呼雀跃，觉得暴风雨后的彩虹马上就要出现，约翰·保尔森却攥着一个鲜为人知的秘密。次级抵押的多米诺骨牌已经推翻。但是好戏，还在后面。





The Greatest Trade Ever

第13章

峭壁边缘的独舞

保尔森为自己斟上了一杯，然后向团队举杯。他微笑着，他的一些员工从来没有见过老板这么高兴。保尔森接着为他的员工们干杯，并特意为公司的幕后工作者和远离镁光灯的其他部门敬了一杯。“感谢所有的人，”保尔森说，他环视着房间，和公司各管理人员交换着眼神，“这是公司成立以来最辉煌的一年。”

解密 CDS 交易

约翰·保尔森早早地离开了办公室，向附近的地铁站走去。那是 8 月初一个慵懒的周五。曼哈顿闷热难耐，保尔森正期待与自己的家人到汉普顿一家去度过一个放松的周末。但他先要去见一个人。

保尔森随着周末的人流，踏上了开往皇后区的地铁 7 号线。两站之后，列车停在猎人大道（Hunters Point Avenue），保尔森下车，换乘下午 4:06 的"急速快客"（Cannonball Express），一趟向东行的长岛列车。这是保尔森夏天周五的固定行程，通常不到两个小时，就到了他在南安普敦的家。这比汽车、甚至直升飞机都快，他告诉朋友们，这就是他选择火车的原因。

车厢前面已经给保尔森预留了座位，他走进去，跟朋友杰弗里·塔兰特打了招呼。过了没多久，大批的乘客就蜂拥而入，有些人还带了啤酒，放在过道上。

打开了一瓶冰冻饮用水后，列车从纽约出发，保尔森感到放松极了，就好像身上沉重的负担被卸了下来。保尔森喜欢周末乘坐火车放松，重温从前那个热爱自由的年轻人的生活。几周前，保尔森发现大学同学布鲁斯·古德曼（Bruce Goodman）和他的儿子约翰也在火车上，就邀他们和自己坐在一起。

"听听我做了什么，"保尔森说，他没有骄傲的架势，而是满腔热情。他讲了一个多小时自己如何卖空次级抵押贷款。约翰·古德曼当时还在攻读经济学，曾经有个暑假在保尔森公司实习，他认真地听着。

然而，这个周五的金融市场似乎显得愈发脆弱，保尔森和塔兰特见面，是

想交流一下看法，找出价值数十亿美元谜题的答案：如果保尔森那年稳赚 100 亿美元，那么又是谁去面对巨额损失？是哪个公司在隐瞒深层次的问题，后果又将如何呢？

保尔森的领带散开着，想要放松一下，但是整个人都显得很疲惫。一星期赚到 1 亿美元，而这就是代价。一般塔兰特喜欢穿充满活力的蓝色运动装，帽子下面紧紧压着他的银发，看起来就像是《GQ》杂志的封面人物。但在这个下午，看起来塔兰特似乎更加疲惫。他的门徒合作伙伴公司投资了许多对冲基金与其他类型的金融公司；他担心，经济和市场的悲剧还没有结束，最终会摧毁他的公司。他需要知道，他的资金是不是投在了保尔森的对立面。

“倒霉的那些人是谁啊？”塔兰特问保尔森。

塔兰特咨询了很多专家，这些人都告诉他欧洲保险公司向保尔森这样的投资商卖出了大批的 CDS 合同。由于各种会计制度的限制，这些公司中的许多都不必承认他们已经亏损，至少不用马上这样做，因此投资商不可能知道这些问题，也不会造成太大的损失，他们向塔兰特保证道。

他不相信这些。塔兰特的许多客户都是欧洲保险公司，而他们向塔兰特保证从来没碰过次贷保险。

“谁知道这些问题债券是谁买的？”他又问保尔森，然后就连珠炮似的说起他对金融体系的其他担心。

塔兰特显得特别手足无措，而保尔森却似乎异常平静。

保尔森决定，是时候把秘密告诉朋友了。他回想起自己几个月前轻而易举地购得价值数十亿美元的毒性贷款保护时，也曾经做过一些思考。但凡他要买入大笔的 CDS 保护时，交易员布拉德·罗森博格就能都听到同样的回答：“搞定”。没有争论，也没有疑问，保险就是他们的囊中物。

于是保尔森开始思考，他的基金能这么容易买入数十亿的保护，那谁会卖给他们呢？而房屋市场崩溃的时候，又会怎么样呢？

7 月的时候，保尔森曾经到安德鲁·霍恩的办公室，问他能不能小聊一会儿。霍恩年轻时是一位专门从事经纪股票的分析师。保尔森向他提出了心中的疑惑，问了和塔兰特同样的问题。

“要是我们在赚，那谁在赔钱呢？”保尔森想知道。他想，可能在这些倒霉蛋身上做空一把能赢得更爽呢。即便这样做利润比做空次贷少上一半，也不失为一妙计。

霍恩花费了好几天的时间，缠着公司的销售人员去卖掉保尔森的保险。交易那头，是一位看涨的大投资商，还是一群对冲基金和其他的投资商？

按照市场的惯例，交易是匿名进行的，销售人员不允许向霍恩透露太多的信息。但是问了一连串问题后，答案就已经水落石出：银行向保尔森这样的投资商卖出次贷保护，然后自己保留所获投资，接着将投资注入 CDO 与其他金融产品中，然后将这些产品留在自己的资产负债表上，这就好比零售商们把商品留给自己的家人。

“他们不会说出是哪个具体的银行，但我们的心里有数，”霍恩说，“从交易员那儿就能看出，美林这些公司根本就无法全部出手。”

保尔森明白了。他和格林一样，看到 ABX 指数在大半年出现巨大跌幅，也觉得很受震动，尽管多数的 CDO 的价格以及其他有次贷抵押组成的按揭池的价格几乎没有出现波动。按照保尔森的理解，CDO 等按揭池的交易不及 ABX 指数那样频繁，因此报价上就会出现滞后。但他开始担心，银行对 CDO 的报价偏高，以避免承认他们自己拥有的份额蒙受了巨大损失。一群对冲基金向证交会写了一封尖锐的信，保尔森让一位同事也加入其中。现在，他们已经开始向银行发问了。

虽然什么都没问出来，但保尔森知道，只要 ABX 指数不停下跌，房屋所有人继续存在月付困难，高风险按揭池以及由此创造出来的 CDO 价格定然会下跌。银行等部门因为对这些投资持有太多，最后必然需要宣布这些巨额损失。早痛晚痛，迟早要痛。

像美林、摩根士丹利、国家金融和美国银行这样的银行或投行大手笔涉足次贷，早就不是什么秘密了。然而，为了让一些投资商放心，他们还没有承认任何巨额损失。但保尔森告诉霍恩，评级公司不断降低对各种次级按揭池的评级，纸就要包不住火了。

霍恩与另一位分析师对各大银行参与了 CDO 和各种的房贷——次级、近

优级、大额以及优级抵押贷款——的程度进行了推测。他们合计了所有潜在的损失，并与银行资本相比较，很快就能识别出哪个机构可能陷入困境。接着，他们算出多少的银行资产将会难于被定价或被卖出，称之为“一级资产”和“二级资产”，这样看来，很多银行的问题就更加严重了。

读着投行运营的贷款数据，保尔森不断地摇头。他更加确信，麻烦即将到来。他说，这些对冲基金跟他的性质差不多，要是如此举债经营，那永远都不会成功。“这会是下一波危机！”霍恩把债务危机的表格呈给保尔森的时候，他高声喊了出来。

他们同样意识到，那些卖出 CDS 合同的银行，不需要留出太多的资金以备不时之需。一位向保尔森卖出 10 亿次贷债券 CDS 合约的投资商，根本不需要准备那么多资金来为之买单。

罗森博格告诉保尔森，购买为一些金融公司提供保险的 CDS 保护是相当便宜，保尔森听后想到了自己的次贷交易——下降的势头很不明显，而上升看似必然。

保尔森团队于是开始收集担保各种公司的保险。贝尔斯登价值 1 亿美元债务的 CDS 保险只需 20 万？买了！雷曼兄弟的保护需要 40 万？也买了！瑞银、瑞信和各种大金融机构？甭问了。买下保险只需所保金额的不到 0.5%，他们甚至能一口气全买下。保尔森团队好像走进了一元商店，却到处能找到精选的蒂凡尼银器。

“看看这些数据！”保尔森看到最新报价后对罗森博格说。证明一家银行陷入困境“根本不需要确凿的证据”——保险太便宜了，就算出芝麻大点的小麻烦，持有也不吃亏。

在去长岛的火车上，保尔森向塔兰特讲述了这些，他的朋友开始有些不安。塔兰特最近遇到了一位资深银行家，暗示如果房屋市场持续萧条，“体制”问题就会出现。他所担心的最糟糕的情形这下子得到了证实。

“哦，天哪，这些家伙们把所有的都保留了。”塔兰特说。

保尔森向塔兰特凑了凑，好不让别人听到他们的谈话。

“还不止这些呢，杰弗里，”保尔森平静地说道。即使是银行出于某些原

因，将多数的抵押保护卖给客户，损失也将会是非常巨大，因为客户们将无力处理，银行就惹火上身了。

“他们就被困住了。”保尔森说，大银行不管怎么样都难逃一劫。

这一次谈话，保尔森描述了整个金融系统都将处于险境的前因始末。然而，保尔森显得很平静，甚至是有些兴奋。塔兰特不明白为什么会这样。

“你打算怎么办？”塔兰特问。

保尔森透露，他的公司购买了与他们交易的所有投行的CDS保护。这样，即使这些银行无力继续经营，无法向保尔森支付利润，保尔森还是能获利。

“他们都是聪明人啊，怎么到了这步田地？”保尔森耸了耸肩膀，脸上露出了一丝窃笑，好像他已经早就知道答案。塔兰特在一旁则感到不安，一时间没办法弄清这里面的来龙去脉。

下了火车之后，两人的妻子都在等着，然后他们就各自回家了。

但塔兰特还是开心不起来。

当晚，塔兰特一边喝着马提尼酒，一边告诉妻子保尔森描述的世界末日。他通常情况下很容易睡着，但那天晚上却辗转反侧，把妻子也弄醒了。塔兰特觉得投资保尔森就好像是一张安全毯，在房屋市场与经济出现恶化的时候，能够给自己保护。但和保尔森在火车上的那段谈话让他非常不安。他意识到，他需要更多的保护来面临即将来临的暴风雨。

脆弱的信用体系

纽约。保尔森又收到一条消息，暗示更大的问题正在酝酿中。9月，保尔森两个小女儿的保姆辞职搬了出去。之后，这位东欧移民妇女的账单纷纷投来——她把保尔森的家庭地址给了很多信用卡公司、移动电话服务提供商、百货公司与其他机构，而她却从来没有支付过一张。

保尔森找不到这个女人，于是就他开始查询她的消费记录，想摆脱掉她的债主们，别让他们再寄来恐吓信了。可是这位保姆有这么个习惯：订制移动电话服务，不缴纳账单，被一家服务商取消服务后，继续联系第二家服务商。从

斯普林特到T-Mobile，到美国电话电报，然后到弗莱森电讯，她走后好几千美元的账单都被送到保尔森的家里。有时候她在一家违约，又有新的服务提供商迫切地想要她成为客户。还有大量信用卡与商场购物卡的欠费，她同样不予理会。

“我真的不敢相信。”保尔森对珍妮说，有些不知所措，“这些事儿真的没法控制了。”

保尔森给这些公司打电话，可是一个比一个难说话。他不知道这位前保姆到底欠了多少钱，也不知道怎么才能让他们别再寄单子了。

保尔森回到办公室后，跟员工们讲了保姆的事情，对这一大串账单大发牢骚。

“她不付以前的欠款，还能到处申请到新的信用卡，你觉得这合理吗？”保尔森问安德鲁·霍恩。

保尔森看起来有点受打击，好像他刚刚知道了社会的另一半是怎样在生活，那样子颇像乔治·布什在总统任期时，被超市的扫描器干扰。

霍恩可不觉得吃惊。他有一个好朋友在佛罗里达向信用欠佳的贷款人提供汽车贷款，告诉他在本地苹果蜜蜂餐厅工作的一位厨师，拿到了购买新宾利车的贷款，同意支付天价的贷款利率。然后贷款商争得你死我活，全然不管这位厨师根本不可能全额还款。

保尔森现在更加相信，美国债务问题不仅仅是局限于次贷房屋抵押贷款。他告诉自己的团队也要开始卖空那些主打信用卡银行的股票，以及那些主打房地产和建材、以及提供其他类型的风险贷款的银行。

新泽西悲观论经济学家加里·西隆，不断地告诉保尔森团队：次贷抵押的问题会影响整个房市。因此，保尔森的对冲基金也卖空了大型的抵押借款机构两房。

那个时候，其他基金对经济的未来走向则非常乐观。在一次行业会议的小组讨论中，保尔森的投资商关系经理吉姆·王听完一连串演讲，滔滔不绝地讲述对冲基金购买“杠杆贷款”，抑或由于近期收购背上重债的公司贷款，如何获得巨额收益。他感到着实不好受。问他作何想法时，王表示，他的公司认为这

些贷款的风险过大。

讨论过后，一位投资商将王叫到一边，说："保尔森要错过杠杆贷款这条大鱼了……他就不明白，这些债券是安全的。"

回到办公室后，王把这些告诉保尔森。听到这种侮辱，保尔森非但没有生气，反倒觉得搞笑："你告诉他，我可不趟这个浑水。"他的嘴角咧出一丝微笑。

恐慌的蔓延

2007年秋，多米诺骨牌开始倒塌。随着越来越多的贷款人在支付房屋抵押贷款上出现问题，评级公司急忙调低所有种类的抵押负债的评级。他们最终还是承认这些负债风险很大。10月，穆迪评级公司降低了价值330亿美元的抵押贷款类证券的评级。到了12月中旬，价值1 530亿美元的CDO份额评级也开始下降。全世界的银行与投行，如美国花旗集团、瑞银集团、美林集团以及摩根士丹利都拥有许多有毒性抵押构成的CDO份额，他们只能在短短的3个月内咬牙降低了价值700亿美元的CDO的价格。

没过多久，责任就开始分摊到了各个部门的头上。花旗首席执行官普林斯被解雇，他可是曾经说"只有音乐停下，他的银行才会结束舞蹈"的人。美林首席执行官斯坦利·奥尼尔也碰到同样的遭遇，他在一年前年薪4 600万美元，因为为美林买下400亿美元的CDO份额而大受褒奖，而两年前，公司持有的CDO份额还只有10亿美元。才几周过后，许多主要金融公司便将所持有的份额卖出一半。

（奥尼尔离职时口袋里有1.61亿美元，加上他任职4年内的7 000万美元的薪水；而普林斯的待遇则是1.1亿美元、一个办公室、一个助理、一辆轿车与一位司机。）

其他损失的接踵而至让人们对进行债券保险的公司，比如安巴克金融集团（Ambac），倍加关注，这进一步加重了市场的恐惧。

佩莱格里尼花费了无数时间，他担心什么会影响公司的交易，他要保证公司的盈利安全。他们赚取100亿美元的利润，现在还分布在各大公司，总额是那些卖出对冲基金保护的日常现金流量。现在，佩莱格里尼将这笔利润投入到美国财政部发行的国库券，这样对冲基金就更容易买卖，而不是让这笔资金被压力重重的投资银行虎视眈眈。这样一来，他们所积累到的利润到目前为止似乎仍旧安全。

但保尔森团队中的有些人非常担心，在不拉低价格的情况下，如何撤出他们剩余的投资。他们主要卖空负债市场，交易不够频繁，如何撤出也并不明朗。卖出如此多的抵押保护，可能会大幅拉低价格，这样他们的利润也随之减少。他们已经卖出了一些公司内更为流通的股份，但剩下的，特别是交易频率特别低的抵押保护又会有谁去买呢?

现在是保尔森测试一下市场的时候了。他走出了自己的办公室，来到布拉德·罗森博格的办公桌前，让这位交易员开始散布BWIC清单。各种ABX指数下已经跌到50点以下。投资商对风险已经开始恐惧。保尔森想知道，自己的CDS保险需求如何。

罗森博格拨了一圈的电话后，带着保尔森希望听到的好消息走进了他的办公室：银行与投资商都急需得到保险，以保护他们所持有的抵押债券。接下来的几周内，保尔森卖出了他的CDS保险的40%。剩余的那些很难再出手，让罗森博格时常很郁闷。

然而，保尔森却得到了意想不到的帮助。现在，最迫切想要买到保尔森CDS保险的公司是贝尔斯登，保尔森以前和他们有过争论，他们也对保尔森的观点最为批判。曾经蔑视过保尔森与李普曼的贝尔斯登资深交易员斯科特·艾歇尔等也意识到了房产问题的严重性。现在为时已晚，但交易员们却联系了保尔森团队，近乎绝望地要购买他们手上的合约。

艾歇尔的团队最终因为买下保尔森的合约，获得了20亿美元的利润。用这样的方法拯救自己的公司，却是可以说勇敢。

贝尔斯登上上下下都一团紧张，主管们就如何拯救公司议论纷纷。这家投行持有了太多的高风险抵押贷款，而包括主流对冲基金在内的客户已经对他们

丧失了信心。有些投资机构已经讨论把资金从贝尔斯登撤出。在主管的办公室内，一些人主张采取紧急行动。

“先减持，留得青山在不怕没柴烧。”高级交易员温迪·蒙查克思（Wendy de Monchaux）主张。

“我们得减持！”公司前CEO，59岁的艾伦·格林伯格也表示赞同。

但公司主管艾伦·施瓦茨却让大家保持警惕。很多抵押负债市场都很难介入交易。他说，大幅甩卖减持价值上百亿美元的抵押贷款与相关的债券，将会给公司带来毁灭性的损失。

“冷静些……我们得把局面控制住，”他告诉公司的一些人。

与索罗斯的午餐之约

保尔森的确是想赚钱，然而他同样也希望人们能把他视为一位投资奇才，默默无闻了这么些年，这成了长期驱动他的目标。

2007年秋，一切都开始出现转变。一天他收到来自索罗斯的来电，他可是1992年卖空英镑为自己的量子对冲基金赚得了10亿美元利润的投资大师。但与保尔森当时赚得的120亿美元利润相比，这个数字简直就是小巫见大巫。但当索罗斯邀请保尔森到第7大道和第57街的路口处的办公室共进午餐时，保尔森可没想谈这件事儿。

尽管索罗斯的侄子彼得与保尔森是十多年的朋友，也投资了保尔森基金，但索罗斯听到保尔森的大手笔，还是通过自己在华尔街的联系人找到了他。索罗斯基本上已经退休不干，但很渴望再回到交易的世界。他找到保尔森寻求帮助。

索罗斯痛苦地察觉到，最近几年来，投资游戏已经发生了天翻地覆的变化，他就像跃跃回归的棒球手，发现规则已经改变。日报与电视商业频道底部滚动的股票数据，已经不再是赚大钱的关键。而几年前甚至不存在的信用违约掉期（CDS）却成了焦点所在。在对保尔森的交易稍作恭维之后，索罗斯问保尔森，能不能为他提供指导。

吃着烧烤大比目鱼与蔬菜，保尔森向索罗斯描述着 ABX 指数，CDS 如何交易，以及他做的一些交易。起先，索罗斯似乎全神贯注，甚至有些烦躁。结果却是烤鱼做的不好，然后他就告诉了助理。

但对于这种耐心与全面的讲解，索罗斯却听得津津有味，他被保尔森低调的言行举止打动了。几周后，索罗斯拜访保尔森公司更频繁了，年底的 3 个月中，他自己也获得了数十亿美元的利润。

午餐时，保尔森说，银行都陷入了困境，还表示自己也卖空了几家银行。然而，索罗斯认为他是有点悲观了。“我认为风险回报在其他交易中会更丰厚。”索罗斯回忆。

即使在保尔森的胜利时刻，怀疑论者也认为他们肚子里的墨水更多。

错失时机的李伯特

2007 年初，杰夫·李伯特买入了一些用于次贷抵押 BBB- 评级债券的保护，并在 8 月份将其转成了更高评级 AA 贷款的保险。

他犹豫着是应该继续买入，还是该撤资打消忧虑。他非常密切地关注着市场行情，试图做出如何行动的决定。追踪最高评级贷款的 ABX 指数到达了 90 点，意味着很少人会认为他们会陷入困境。但这些是为信用记录不良的房屋购买人提供的高风险抵押贷款。李伯特觉得，不可能有真正 AAA 评级的债券。

李伯特准备花费 100 万美元购买为 1 000 万的贷款提供保险的 CDS 合约。但还没有机会与他的经纪人讨论，就要与自己的妻子到普罗温斯敦（Provincetown）的家度一周假，这是位于科德角（Cape Cod）边缘一座风景迷人的小镇。李伯特刚刚做完背部手术，现在处于恢复期，因为身体不适，已经有好几个月没去工作。他想，还是过些天再给经纪人打电话进行交易吧。

在普罗温斯敦度过的第一天，李伯特就接到了纽约经纪人打来的电话。托马塞提在李伯特不在的的时候帮他交易，而花旗集团与美林集团公布了惊人损失，告诉李伯特这些的时候，他的语调格外紧张。

托马塞提告诉李伯特，投资商与银行都惊慌购买毒性抵押贷款的保险，但

凡有新闻发布，ABX 指数就出现剧烈反应。

“杰夫，他们真的开始有动作了。”

李伯特决定，现在是时候按照计划购买了，可能有巨额利润等着呢。

“好吧，等指数到了 90 点时通知我。”

“不行了，已经跌破了。”

“什么？你说已经 80 点了？”

“不，是 70 点。”“这才一天啊！”

李伯特开始发慌。他本来想把道德顾虑丢在这附近的大西洋中，但一切都为时已晚。指数的大幅下跌，意味着他拥有的 CDS 保险已经价值数百万美元。他很不是滋味，觉得自己的优柔寡断，断送了那么多的利润。

李伯特想要卖空的 AAA 评级的抵押贷款当月底交易价为 60 美分。如果他拿起电话，进行交易，就能赚到大约 1 000 万美元。

“事实是，要是格林觉得他没错，会马上投入交易，”李伯特说，“我呢，就很难说了。

格林让人沮丧的无对手交易

10 月，杰弗里·格林个人的 CDS 保护的价值大幅的攀升，几乎达到了 3 亿美元。如果格林把这些兑现，他就余生无愁，纵心奢华，无需三思。

但格林不像他以前的朋友约翰·保尔森，他相信房屋市场还将出现更为深层的麻烦，仍然不忍心放手抵押保护。整个秋天，格林每天都能收到自己账户的总结清单，每天他的投资都能攀升数百万美元。两年了，格林等的就是这一刻。他现在不会关闭这些光辉的交易。

几个月前，格林还天天电话骚扰扎弗兰，追问他的交易为什么没赚钱。现在，该扎弗兰追格林了。他至少每周一次电话，催促格林赶紧做些卖出。

“杰弗里，你真的应该抽出点资金了。别犯傻，撤出几百万吧，”扎弗兰对客户建议，“千万不要这样，要是政府给每个人全额贷款免除的话，那么 CDS 保险就分文不值了。”

“不可能，”格林回答，“指数还会下降的，这些东西本来就没谱。”

然而，在晚秋时分，朋友们都来帮助说服格林拿出一些利润。他都赚了20倍了，有些投资甚至赚了40倍。为什么不能开始保守些呢?

格林给扎弗兰打了电话，准备卖出一些份额。扎弗兰联系了美林的几个交易员，问多少钱能找到客户购买格林持有的保护。格林所购买的ABX指数各种份额的CDS保险很容易卖，因此格林卖出了一部分。但格林还持有一些为坏账按揭池提供的保护，这种投资非常奇特，很难在市场上找到这种保护的报价，更不用说找到别的投资商来购买了。有时候，扎弗兰为给格林找到报价要花好几天的工夫；还有的时候更是要花几个礼拜。

格林很生气，不法理解为什么会拖延多么久。“你不是在跟我开玩笑吧？”他对扎弗兰吼到，“美林也太没水准了吧？”

报价问题也是美林与其他金融机构不愿将这些金融衍生品卖给个人的部分原因——如果没有买家出现，他们就很难撤资。然而，扎弗兰不想提这些，免得让格林又大发雷霆。听了“我跟您说过”这样的话根本是火上浇油，扎弗兰认为。

格林卖空了18个按揭池，而扎弗兰有时候只能拿到其中3个的报价——这3个还是表现最好的按揭池，不是格林认为最赚钱的那些。

对美林交易员的报价，格林感到十分厌烦。他也不知道，扎弗兰到底是为公司想得多，还是处处想到自己。美林的交易员也受够了格林——他们得一次次为格林难处理的投资到处收集报价，而到头来格林又不会做交易。格林现在说想卖出一些，但谁知道是真是假?

格林给经纪人施压，让他拿到更好的报价：“阿兰，你可是美林的大人物，给我做了这交易。”

扎弗兰知道格林现在很紧张。如果不能卖出些份额，一切辛苦就成了徒劳。

最终，格林生气了，放弃了。他告诉扎弗兰，他会继续持有自己的投资，一点都不卖，至少现在不卖。

“我本应该在每美元投资降到50美分的时候就转手，但找不到买家出价。”格林回忆道。

李普曼的全胜

2007年秋，格雷格·李普曼获得巨额收益。德意志银行越来越多的主管都说，他应该卖出一些份额，但李普曼却不肯动摇。

2007年8月31日，时任美国总统的乔治·布什在玫瑰花园（Rose Garden）发表演讲，宣布将采取措施来帮助某些贷款人度过难关，并表示将会采取更多的措施来改变现有局面。之后，主管对李普曼进一步施压。

在德意志银行的纽约分部，李普曼在会议室与一些高管们开会，拉吉夫·米斯拉非常明确地指示：次贷交易让公司赚钱了，咱们继续。

“这是一场大型赛跑，但我们已经到达了终点。”米斯拉说。他不相信房屋泡沫已经被挤出来，但现在应该继续做下场交易了，他重复。

李普曼不愿放弃，就像一只狗死咬着骨头。

“为什么？”李普曼问，盯着米斯拉。这位高级银行家终于妥协了。

接下来的几周内，购买了CDS保护的大多数德意志交易员都从许多交易中撤资。上司提醒米斯拉小心为妙，他也被迫减少持有的多数份额。李普曼兑现了可观利润，但也说服了他的老板们，市场正在不断恶化。又一次，他们极不情愿地让李普曼继续持有他手上的投资。

2007年秋，恐慌突发，德意志银行产生了一幅特别的景象。在一个角落，李普曼与他的25位交易员的团队将巨额利润收入囊中，几乎天天如此。但在银行交易厅的其他100位交易员，则看起来非常阴郁，有时候是因为他们也持有投资，正是李普曼所卖空的那些。他们好像在金融的奇迹世界里——在这些交易员这儿什么都不对劲，但在李普曼与他的员工那儿却总是一帆风顺。

这一刻李普曼已经等了两年了。现在他达到了目的地，要为自己洗脱罪责。

“市场大震荡了！”一天，他在交易场所大喊，声音中充满了嘲弄，“哈哈哈哈！”

看着李普曼还不肯放手，一位销售员警告，“小心点，别偷鸡不成蚀把米。”

李普曼笑着敷衍过去。但到了2007年底，德意志银行公开承认，他们也犯

了一些其他投行所犯的错误。他们为帮助保尔森卖空证券创造出来了CDO，但现在却无法转手。这就像烫手的山芋，这家大型投行现在发现，太多的CDO都黏在这儿了。

年末，李普曼和包括米斯拉和理查德·达尔贝尔（Richard Dalbear）在内的上司们开会时，他们都对李普曼赞赏有加。接着，他们给出了李普曼他期待一年的数字：奖金。他指导了对冲基金的十几个人，如何在一年内赚到数十亿美元。而他领导的团队，也在那一年净赚20亿美元。

李普曼的奖励，他觉得一辈子都不用奢望这么多，更不说一年内：5 000万美元，大多数以德意志银行的股份支付。就算对华尔街的交易员来说，这也是个惊人的数字。

但李普曼还是觉得公司怠慢了自己。要不是他，德意志银行就跟其他最大的金融机构一样，惨遭损失。

“这不公平，”李普曼告诉上司们，声音有些加大，“奖金太低了！”

老板们没在意他发脾气。李普曼每年都要抽一会儿疯，接着就平静下来，一切照常。

李普曼很烦闷，悄悄地到一些对冲基金和其他金融公司应聘，看看能不能找到更好的工作。结果米斯拉知道了此事。

“如果他拿不到应得的奖金，就会投奔我们。”一位对冲基金的经理告诉米斯拉。

“好吧，”米斯拉回答道，有点窘迫，“我们一定给够他奖金。”

最终，李普曼留在了德意志银行，部分原因是出于对公司的忠诚，还有，如果他就这样甩胳膊走人，德意志银行的股份他就甭想要了。

伯利解围

2007年8月，迈克尔·伯利的对冲基金当年已然上升60个百分点，一跃跻身同类前列。次级房贷市场开始崩溃，应了伯利的预言。

他的收益好得不得了，员工们都不敢告诉客户，害怕再像今年早些时候一

样，引发会计部门的混乱。

“再检查一遍吧，”伯利的法律总顾问史蒂夫·德鲁斯金（Steve Druskin）对复查结果的工作人员说，“咱现在可犯不起错。”

尽管成功最终姗姗而来，伯利却无法消受，他还没从之前同投资商的争斗中缓过气来，而且非常敏感，无法完全忽视他们的不悦。他晚上大多是阴着脸回家，太太非常担心。

他摇摇头，看起来更加发愁。“看看你都有了这么大的收获了啊！高兴下嘛！”太太说。可伯利只是耸耸肩。她催着伯利给自己想个礼物，尽兴一番，可伯利却觉得自己什么都不想要。

他飞去纽约，就审计的混乱向格林布拉特道歉，两人关系更加亲密了。不过当时，伯利已经被“侧边口袋”账户弄得精疲力竭——就是这玩意，让自己和那么多投资商树敌。他将账户中剩余的 CDS 投资转入了主账户，此时信贷危机全面爆发。接下来的几个月，伯利成功撤资，慢慢地卖出了抵押保险。

2007 年，伯利盈利 150%。当年，塞恩公司进账 7 亿美元。伯利的次贷交易两年价值翻了两番，赚得 5 亿美元。他个人也有 7 000 美元进账。

然而，他还没有收手。

“我耐心地等着美国经济萧条，还有接下来定然会发生的一系列破产。”2008 年初，他这样写给自己的投资商：“其实我笑得根本不邪恶，了解我的人都知道，我笑起来根本不邪恶，但也不轻易笑。”

可能他还有机会来拿下自己的历史性交易。

困惑的佩莱格里尼

公司交易收益究竟如何，保罗·佩莱格里尼仍不大愿意告诉妻子琼斯，觉得这样不吉利。然而，房市问题已经越来越明晰，就像《纽约时报》头条一样赫然在目，琼斯实在是忍不住了，于是向丈夫问起了这件事情。

9 月的一天，琼斯问佩莱格里尼：“咱家是不是不需要我找工作？”她负责服装零售商唐娜-凯伦的一家分销店，干得很开心，也没有想退出，但是她的薪

水却在家庭的收入中不值一提，而她还有个小女儿，要抽出时间陪她玩耍。如果佩莱格里尼年底奖金可观，她就更愿意在家中多呆些时间。

佩莱格里尼也无从告诉妻子，他到底能赚多少。他不知道保尔森会给他多少奖金。但他承认，妻子是不需要去工作的。她很快就辞职了。

11月下旬，保尔森公司在曼哈顿都市俱乐部为约500位心存感激的投资商举办了一次晚宴。当年，保尔森公司的两只信贷基金资金上涨了440%，就算股票市场上涨了3.5%，这种惊人的利润仍使投资商们在与保尔森和佩莱格里尼匆忙的交谈中大加赞叹。其他投资商则说，保尔森公司现在规模越来越大——已经能管理让人瞠目结舌的280亿美元资金，成为全世界最大的对冲基金之一，而这些投资商，就在一年前还不为人所知。

鸡尾酒会结束后，三道主菜的晚宴马上开始，其中有无骨鸭盖浇芹菜与蘑菇块菌，以及烤羊排，气氛非常愉快。保尔森针对经济做了一番悲观的演讲，说一场经济萧条可能即将到来。他细细描述，他的团队是如何卖空各大金融机构，如何对其次贷保护投资进行调整。他说贝尔斯登、美林、花旗与安贝克，以及信贷评级穆迪公司与那些困难重重的机构一样，也就是说，保尔森公司正做空这些公司。

保尔森说，现在卖空"为时未晚"。

晚宴上，佩莱格里尼骄傲地尽着自己的职责，品酒的时候，他解释说整个晚上的葡萄酒都是从他的家乡意大利进口。这是保尔森交待给佩莱格里尼的。宴席上开胃菜是鸭肉，还有200美元一瓶的西施佳雅（Tenuta San Guido），1999年出品。

但佩莱格里尼很快就开始不耐烦了。他可是这次次贷交易的建筑师，与保尔森并肩作战，制定交易计划，才有了今天数十亿的收获。佩莱格里尼在华尔街开始得到认可，有时还会被邀请就各种经济话题发表演讲。

据投资商和一位员工透露，保尔森公司卖空了价值50亿美元CDO，获益40多亿美元，其中有一笔生意直接捞到5亿美元。然而，这笔贸易最大的输家，并不是站在对立面的投资商，而是与保尔森在许多笔交易中并肩作战的德意志银行。据德意志银行的一位高管表示，他们在保尔森的要求下创建了一些CDO

却无法卖出，身负大笔的毒性抵押贷款，因而从这些定制的交易中蒙受了5亿美元的损失。

这是保尔森公司最大收益的一部分，由佩莱格里尼一手策划。

然而，2007年接近尾声，公司的投资焦点从次贷转移，佩莱格里尼却感觉自己失去了重视。他和同事们一样，都确信银行已经陷入困境——他知道所有的不良抵押贷款都被银行掩盖。然而，帮助保尔森指挥新交易的，是霍恩，而不是佩莱格里尼。他最终甚至无权决定卖出哪只次贷保护。

“约翰从来就不说他相信我，”佩莱格里尼回忆，“他从来不给我交易的决定权。”

保尔森继续开佩莱格里尼的玩笑，说他做事井然有序，但却让另一位分析师归入霍恩翼下，以集中精力研究金融公司和他们的负债情况。佩莱格里尼感到很失落。他觉得保尔森这样做是为了保留他在公司的权力，然后转交给霍恩，因为他年轻，是下一代的新生力量。

“我需要一位分析师帮我卖空股权，而他却把分析师给了安德鲁；他就是不想让我插手。”佩莱格里尼说，“然后我就觉得工作没意思了。”

然而，佩莱格里尼仍帮公司管理着两只大型信贷对冲基金，涉及资金达到90亿美元。年末，佩莱格里尼向保尔森透露了一个想法：赎回基金一半的资金，让基金再“锁定”投资商几年。这样，公司就能兑现一些收益，又能保证投资商在2009年管理期限截止前不会撤回所有资金。

市场的低迷时期，佩莱格里尼已经听到欧洲投资商怨声载道，出于锁定协议无法从对冲基金中兑现他们的巨额利润而闷闷不乐。还有投资商抱怨，保尔森的信贷基金卖出各种投资，兑现了一些钱，但他们却对这些钱望尘莫及。为什么不把一些钱还给这些投资商，以求在2008年重新融资呢？佩莱格里尼向保尔森主张。

保尔森似乎有些吃惊。也许这表明佩莱格里尼对剩下的投资信心不足。或者他在帮助管理基金的过程中，只是想确保自己在公司有着关键的作用，可以继续在公司任职。

“听到你说这些，我就开始质疑，你在过去两年中做了些什么。”保尔森简洁地回答。

“保尔森这样评价，让我觉得自己不再特别。”佩莱格里尼回忆。

佩莱格里尼的 4 500 万美元

圣诞节前，周五。保尔森在公司的接待区召开了一次紧急会议。他站在团队前方，旁边是佩莱格里尼和罗森博格，打开了一家投行送来的一箱法国香槟——这是为了感谢保尔森公司在过去一年里，为银行带来了不少交易佣金。

保尔森传着一瓶瓶的香槟酒，为自己斟上了一杯，然后向团队举杯。他微笑着，他的一些员工从来没有见过老板这么高兴。保尔森接着为他的员工们干杯，特意为公司的幕后工作者和远离镁光灯的其他部门敬了一杯。

“感谢所有的人，”保尔森说，他环视着房间，和公司各管理人员交换着眼神，“这是公司成立以来最辉煌的一年。”

掌声阵阵。接着，团队又投入到工作中，接着赚钱。

几天后，佩莱格里尼携妻子到安圭拉岛度假。新年前夕，在宾馆大厅的自动取款机取钱的时候，妻子查了下他们的账户。

她马上就被吓到了。取款机的屏幕上，显示了一个她从未见到过的数字，至少从未在取款机上见过。也不清楚有多少人能见过这样的数字：4 500 万美元，刚刚汇入两人的账户。这是佩莱格里尼当年的奖金，包括一些延迟补偿。原来在约翰·保尔森的眼中，他还是很特别的。

实际上，为了缴税，佩莱格里尼已经从奖金中取出了多于他需要的资金，因此银行账户中的数字还是有所缩水。保尔森为他 2007 年的工作支付了约 1.75 亿美元。佩莱格里尼再不用发愁工作，发愁用度了。

“哇。”妻子盯着取款机的屏幕，小声说道。

然后，两人手挽着手离开，去搭乘一艘包船，带他们去附近的圣巴茨（St. Barts）。

保尔森自己也有出色表现。对冲基金需要保留他 150 亿美元所有基金的利润的 20%。保尔森同样也是信贷基金的一位大投资商。2007 年他的个人的记账达到约 40 亿美元。在金融市场的历史中，这是金额最大的年支出。



第14章 荣光还是迷局

2008年7月，次贷相关投资坍塌，他们就从所有的交易中抽身，将这笔大交易中剩余筹码兑现。两只保尔森信贷对冲基金投资共计12亿美元现金，收益100亿美元，而且都发生在这两年的黄金时代。保尔森的其他基金，也从专家所谓永远不会出问题的抵押贷款那些让人难以理解的保护中赚取100亿美元。

华尔街陷入混乱

2008年2月20日，保尔森收到来自贝尔斯登首席营运长兼财务官萨缪尔·莫里纳罗（Samuel Molinaro Jr.）的一封请柬，邀他莅临该投行高级职员餐厅用午餐。对冲基金客户对贝尔斯登的健康状况忧心忡忡，纷纷抽出资金，将账户转移至贝尔斯登的交易对手。如此一来，贝氏处于劣势，传言弥漫，称这家传奇公司可能走到了穷途末路。如果莫里纳罗能把公司拉回生死线，对贝尔斯登不失为一振，也能助他驾驭这艘风雨飘摇的航船。

保尔森公司对莫里纳罗尤具吸引力：现位居世界最大基金之列，而且保尔森虽然对贝氏未来心有疑团，却一直是老东家的忠实拥趸。可是保尔森也对投行状况有所考虑，将现金移至别家。如果莫里纳罗能将保尔森劝回贝尔斯登，将有出奇制胜的效果，还很可能让那些正在酝酿是否回归贝氏的客户们放下宽心。

沙拉、烤鸡、冷冻青豆一餐过后，面对在座的20多位围环形餐桌而坐的对冲权贵，莫里纳罗起身致辞。他花了20分钟阐述了贝尔斯登财务状况有如何提高，公司业务如何一切正常，公司握有多少现金。他强调媒体言过其实，贝尔斯登真没什么大不了的事儿。

随后，另一位贝尔斯登高管又发表讲话，说虽然无法透露太多细节，但是公司业务真的在蒸蒸日上。他请求在座各位将现金归位，说到了他们同贝尔斯登多年的交情，他们十万火急的时候，贝氏又是如何伸出援助之手。话毕，一

些权贵们忆起往昔受贝尔斯登高管们相助之景，心中开始涌起阵阵罪恶。

接下来的20分钟，席间提出了一些无关痛痒的问题，莫里纳罗都从容应对。他似乎占了上风，关键胜利就在眼下。可能贝尔斯登终究能够自寻出路。

可是约翰·保尔森举起了手。高管们投以目光，想听听他会说些什么。

“萨姆，你知道你负债表上的二三级资产有多少吗？”保尔森问道，他指的是那些因为风险大等因素不易定价的投资。

“记不太清楚了。”

“大约呢？”

“算了吧，约翰。我回办公室查查再告诉你准确数目。”

“好，那我来告诉你。2 200亿美元。照我看来，如果你有140亿美元的股票，2 200亿的二三级资产，那资产稍有变动，你的股票就全玩完了。”

莫里纳罗不知道，保尔森可是花了几个星期重新研究公司的股份，抛售了几十只股票，对雷曼兄弟、华盛顿互助、瓦乔维亚和房利美等一系列金融巨头的风险加大了筹码。对贝尔斯登，他也深为关注。保尔森公司已经成为全球最受欢迎的投资公司。投资人前一年向他们抛出60亿美元，而保尔森也抽出可观的一笔，对这些资产负债表表现欠佳的银行、投行投注。他可是胸有成竹。

莫里纳罗一时不知所措。他既不好回应保尔森，又害怕同一位声誉较高的忠诚客户公开发生口角，也不想报出一个错误数字。

“这我得查查，但你可能忘了，一些资产还是对冲的呢。”换句话说，莫里纳罗认为保尔森对公司风险可能并没看真切。

他回应也是徒劳。保尔森打开了闸门。另外两位对冲基金主管紧随其后，更加咄咄逼人地质问。

“萨姆，你怎么可能连这都不知道？”

“保尔森没错，你们现在肯定有麻烦！”

两人又对莫里纳罗斥责了好几分钟，保尔森在一旁静静地瞧着。问题越来越不客气，有些投资商都开始替莫里纳罗难受。贝尔斯登的健康状况疑虑四起，恐怕这些账户再也回不来了。

会议不欢而散，某位冲基金高管对一位朋友说：“贝尔斯登真有麻烦了。”

高管们一回公司，这次会议的流言就散播开来。

这像一把匕首，直接插入摇摇欲坠的贝尔斯登的心脏。没过多久，对冲基金就接二连三地从贝尔斯登撤资，还包括文艺复兴科技这家对冲基金50亿美元的基金转移。

贝尔斯登股价一落千丈，现金日渐减少，投行内部情绪极不稳定。公司总裁艾伦·施瓦茨努力让各路高管平心静气。然而在一次会议中，65岁的公司元老迈克尔·米尼克斯突然打断了老板的话。

“您知道这儿发生了什么吗？”米尼克斯问道，“我们的现金正在外流，我们的客户都在离我们而去。”

一个月过后，贝尔斯登只得在美联储和财政部的协调下，以2美元一股的价格紧急出售给摩根大通公司才得以脱险，后来股价涨到每只10美元。

出售协议初步达成后，艾伦·施瓦茨一身疲惫地走进公司健身房，准备晨练。他当时还西装革履，拖着步子走进了更衣室。46岁的公司交易员艾伦·明茨也在那里，身上穿着沾满汗水的的运动衫，径直走向了老板。

“一万四千员工怎么面对这种事情？”明茨冲着施瓦茨质问，“看着我，告诉我这是怎么回事儿！”

贝尔斯登垂死挣扎的那个周日，华尔街的其他人都对此事的影响忧心愁闷，死死盯住电脑，而保尔森却看着两个女儿在家中室内游泳池嬉戏。几个月前，他已经将公司在贝尔斯登账户中的现金转存到有美国国债担保的富达投资货币市场账户中，就怕万一贝尔斯登有所不测。

这仅仅是开始，接下来的一年中，全球龙头金融公司陷入史无前例的困境，他们终于承认因为房产相关控股饱受损失，却没能对低迷时期做充分准备。

雷曼兄弟的高管们对他们能够渡过这一难关信心百倍。雷曼CEO理查德·富德（Richard Fuld）还拒绝了韩国发展银行（Korea Development Bank）一笔有利可图的投资。富德及其手下的银行家们同美国银行、都市人寿保险（MetLife）和汇丰控股等公司都有过交涉，但谈判无一落实。富德也算是久经沙场，这次危机看起来也同从前并无二异，他认为他的团队完全能够避开。他认为公司股票走弱，是空头户之过，其中不少都是购买雷曼债务信用违约掉期

（CDS）保护的对冲基金。他这样抱怨可是冤枉了这些基金：许多都是雷曼自己的客户，对公司的健康也牵肠挂肚呢。

9月9日，同韩国投资商终于没能谈拢，雷曼股价腰斩，创下有记录以来最大的单日跌幅。华尔街上下，对雷曼330亿美元商业地产控股的担忧四处弥漫。雷曼高管估测，公司至少需要30亿美元新资本；然而第二天，他们却在电话会议上向投资商保证公司根本不需要新资本。华尔街一些投行审阅雷曼巨大的房地产投资组合，认为估值高出100亿美元，但是雷曼高管坚称估价并无不合适之处。

摩根大通可不愿意看到此景。这家大型银行在多笔交易中扮演着客户和雷曼中间人角色，比雷曼任何投资商都洞悉雷曼运作细节。一周前，摩根大通向雷曼索要50亿美元的额外担保——一些易于出售的证券，来填补摩根借贷雷曼的空缺。摩根联席CEO斯蒂文·布莱克（Steven Black）打电话通知富德，摩根为保护自己及客户，另需50亿美元额外担保——不包括他们5天前要求的50亿美元，而之前的50亿现在还有待支付。

雷曼支付了摩根一部分，但为了打消客户疑虑，剩下的仍旧拖欠。

"我们的负债表情况就没这么好过，"雷曼兄弟欧洲抵押贷款业务高级副总裁克里斯蒂安·劳雷斯（Christian Lawless）这样告诉那些想要抽资的投资商们。

但是公司内部日益恐慌，太多对冲基金都从雷曼账户撤资，公司已经无法适当处理请求。

雷曼也曾努力引诱交易对手买下公司，哪怕是公司一定的资产。但是两位审阅了雷曼房产文件的华尔街高管却摇头离去，认为雷曼房产控股估价高出实际水平35%。财政部长亨利·保尔森（Henry Paulson）也咬紧牙关，称政府不可能收购贷款为其融资。

情形危急，这家拥有158年历史的华尔街公司求助美联储和财政部。雷曼和其他投资公司一样，多年来一直从风行的房产市场中享受高额盈利和巨大财富。现在呢，房产陷入困境，雷曼只能卑躬屈膝，求助政府。

一天，天色已晚，15位左右雷曼执行委员会成员一言不发，理查德·富德

的法律顾问汤姆·拉索（Tom Russo）站在他们面前，努力接通纽约联邦储蓄银行行长蒂莫西·盖特纳（Timothy Geithner）的电话。拉索打了他的办公室，拨了他的手机。无人接听。又按了他的传呼。还是无人接听。

雷曼高管还有最后一根稻草：公司顶级投资银行家，美国总统乔治·布什的表弟——乔治·沃克四世（George Walker IV）。沃克恐慌不安，面色苍白，想到要给白宫打电话一身冷汗，连衬衫都浸湿了。他的同事告诉他，没别的法子了。

“我可是求你了，”同事麦克·格尔本德（Mike Gelband）对他说，“咱这场灾难可是波及全球，一点都不夸张，乔治。”

沃克在屋中踱来踱去，抬头望向正在同证券交易管理委员会通话的富德。沃克走进公司图书馆，拨出了电话。电话另一端让他稍等，这几分钟真是度日如年，过了一会儿，接线员回到电话前。

“抱歉，沃克先生。总统现在正忙，不能接听您的电话。”

政府决定不对雷曼纾困，引发了美国史上最大的破产案例，规模达前期案例6倍。这也让全球投资商和放款人在那个9月几乎惊慌失措，迫使美国在金融体系中推行通过史无前例的救援计划。政府和美联储都出手营救两房，担保了三千多亿美元的债务。这也推波助澜地把美林推入了更大规模的美国银行怀抱，来避免投资商中滋生更多恐慌。

这些措施都只起到部分作用。股市继续跳水，相较2007年秋到2009年初期间跌幅高出逾60%，创下了大萧条以来最不堪入目的熊市，与二战过后情形最惨淡的经济衰退不相上下。

以上种种麻烦的出现，让约翰·保尔森购买的保护价格飞涨，保尔森公司于是又有50亿美元进账。当年秋天，雷曼兄弟被迫寻求破产，掉期合约付清之后，保尔森公司盈利数亿美元。

保尔森对冲基金还通过卖空苏格兰皇家银行（Royal Bank of Scotland）、巴克莱（Barclays）、劳埃德银行集团（Lloyds Banking Group）和哈里法克斯

（HBOS）等，这些对英国抵押贷款高度开放的英国银行盈利10亿美元。不久后由于管理条例变化，保尔森需要对此头寸有所交代，他在英国大街小巷几乎成了全民公敌。

“我吃着爆米花，读到这样的消息：纽约对冲基金之王约翰·保尔森下注苏格兰皇家银行股价在过去4个月中将会下降，赢得2.7亿英镑。”克里斯·布莱克赫斯特（Chris Blackhurst）为2009年2月的伦敦《标准晚报》（*Evening Standard*）撰文写道：“让这个卖空恶魔蹲监狱都是便宜他了！他应该被扒光了衣服，到第五大道上游街，然后把他拴在灯杆上，让我们把满腔怒火和绝望都发泄在这个贪心的恶魔身上！”

保尔森卖空这些股票，心里可不怎么踏实——并不是因为从股价跌落中获益而产生的什么罪恶感，而是因为相比买下股票，对这些能无限飙升的股票下注有更多的消极面。因此，保尔森才没有像对次贷公司下注那般，对金融公司拿出那么大的赌注。即便如此，2008年整体市场狂跌38%，一些规模更大的其他对冲基金拱手认输关门大吉的情形下，保尔森也通过自己大部分的基金盈利上涨30%左右——非常了不起，但这还不能同他2007年两只信贷基金590%和350%的盈利匹敌。

而对于站在保尔森交易另一边的人们，那些瞬间崩溃的金融公司的高管们，2008年是相互指责的一年。

> 2008年6月的一个周四上午，贝尔斯登将债务抵押债券和其他抵押贷款下注失误的高管拉尔夫·乔菲和马修·丹宁被拖进了布鲁克林监狱，以他们垮塌的基金误导投资商的罪名传讯。告发者称，两人面对投资商的乐观论调同他们之间的小心谨慎不符，也与他们自身的行动不一致。双手被铐的乔菲为自己命运的大转折震惊不已，他问丹宁：“咱是怎么落到这个地步的？”

金融之战的继续

2008年春，保尔森和佩莱格里尼重返母校哈佛大学。佩莱格里尼对此行兴

致勃勃，期盼着能够为校友们解释公司是如何预见信贷危机的。

两人到达后，全班就座，保尔森走上讲台，自己对学生们做了演讲，而佩莱格里尼则在教室后当了看客。随后佩莱格里尼帮助老板回答了一些学生的提问，但是却没有受邀致辞，这让他受伤不小。保尔森的阴影从未如此之大。

“这简直是对我的羞辱。”佩莱格里尼回忆道。

这一年中，佩莱格里尼大部分时间都在同罗森博格合作，出售公司最后一笔次贷保险。而像杰弗里·格林等其他人寻找愿意以看似合理的价格购买投资的投资商过程中，却遇到不少麻烦。

但是佩莱格里尼和罗森博格伺机行事——市场繁荣，乐观情绪高涨之时，他们按兵不动；一旦某家证券公司、银行或者对冲基金垮台，他们就从天而降，提供信用违约掉期（CDS）保护，这时的投资商可总是大胃口。

2008 年 7 月，次贷相关投资垮塌，他们就从所有的交易中抽身，将这笔大交易中的剩余筹码兑现。两只保尔森信贷对冲基金投资共计 12 亿美元现金，收益 100 亿美元，而且都发生在这两年黄金时代。保尔森的其他基金，也从专家所谓永远不会出问题的抵押贷款的 CDS 中赚取了 100 亿美元。

这一年剩下的光景中，佩莱格里尼雇用了多位专家，完善公司的抵押贷款估价方法，为安全购买时机绸缪。几个月来，保尔森有时候会催促佩莱格里尼购买低价抵押投资，但是他仍小心谨慎，直到 2008 年秋，公司都一直没有太多买进。

此时，佩莱格里尼一只脚已经迈出了公司大门。

格林的最后交易

2008 年初，杰弗里·格林信心满满。他的投资已经兑现了 1 亿美元，决定不再依赖经纪人不可靠的报价。他只要握紧手中剩余 的 CDS 抵押保险份额，这差不多也得值 2 亿美元吧。如果所有的抵押贷款都出现问题，保险公司则会为他带来巨额的收益。而他确信问题一定会出现。他不需要再出售份额了。

他在波士顿的朋友杰夫·李伯特却陷入了恐慌。他想出售投资，但又希望

能够挨到夏天再出手，因为持股一年税率会低些，格林当时也是这样做的。

“放松些，”格林告诉他的朋友。

李伯特最终还是撤资了，赚了500万美元。收益虽然很大，但格林会还是经常取笑他，说他胆小，干不成大事。

“我应该赚得更多，想起来也后悔得要死，”李伯特说，“谁叫我就没那种命呢。”

可是2008年秋，雷曼兄弟倒闭，美林陷入深层困境，却轮到格林捏一把汗了。他们之前没太关注过经纪人的运营情况。现在他知道，如果美林有麻烦，他就可能拿不到他的投资，只能绝望地在破产法庭排队，要求索赔。

“我想，要是美林破产，我就会损失2亿美元！”格林回忆道。

那个时候，他的美林经纪人已经离职单飞。格林拿起了电话，接通了摩根大通，希望这家目前较为安全的大型银行能将他在美林的资金转账，再帮助他一并卖出。格林在电话的一端紧张地等候着，他的经纪人则另一旁询问交易员们，他们能不能帮上忙。

“不好意思，我们不想冒美林的险，”摩根大通的联络人告诉他。他们不愿给美林扫尾。

格林的心理压力加重了：“我想立马撤资，但现在只有美林能够帮助我了。”

他接通了他在美林的新经纪人，决定做出冷静的样子，努力地隐藏住内心的恐惧。

“嘿，我是杰弗里·格林，”他非常随意地说，就好像是他无聊了，想消磨下时间，“我想减少一些我持有的份额，您能给我一两个报价吗？”

“好的，给我们一两天吧。”经纪人回答道。

“哦，好的，谢谢。”

挂下电话，格林开始责备着自己，为什么要等这么久才出手。

我太白痴了！

经纪人打回电话，给了格林报价：“我们将支付1.56亿美元来购买您持有的份额。”

格林简直不敢相信自己的耳朵——他们愿意以87美分/美元买下，他还琢

磨着 50 美分卖出呢。也许他虚张声势的做法奏效了。

他决定得寸进尺。

“好吧，我看看。考虑考虑再给你回复。”

他挂掉了电话。美林很快就给他了一个新的报价：93 美分 / 美元。

“成交，”格林回答。

格林在那时没有意识到，美林新总裁约翰·赛恩（John Thain）刚刚给自己的团队下达了指令：要不惜一切代价，摆脱毒性按揭的投资。美林迫切想要解除与格林的交易，不论什么都在所不惜。

格林拖拖拉拉，却吉人自有天相。“我真的太幸运了。”他坦白说。

然而挂掉电话之后，他意识到还有麻烦事儿呢：如果交易完成之前，美林就破产了，他赚的钱不也很可能打水漂吗。

他又一次给经纪人打了电话。

“呃……交易什么时候完成啊？”

格林小心翼翼地把资金转入了更为稳定的瑞银，确保这笔生意安然无恙。

2009 年，格林的 CDS 保护价值下跌到仅 1 亿美元，回想当年打破华尔街史上个人投资商记录的 5 亿美元，让人生叹。

“业余投资商比专业人士更适合进行这种交易，”格林说，他觉得外行人能更清楚地看到暗藏的问题，也能更好地避开交易中的潜在障碍，“能出岔子的地方太多了。”

德意志银行陷困境

尽管格雷格·李普曼获得了成功，但 2008 年开年以来，他的上司似乎还心存疑虑。ABX 指数进一步下跌，德意志银行高级主管安舒·贾恩给李普曼发了邮件，催促着他卖出一些份额。

“不，指数会跌到零点的，”一位看到邮件的执行官的说李普曼这样回复。他还开始警告德意志银行交易场所的一些人，房市问题会影响到经济的其他领域。

CNBC 评论员说，市场疲软只不过是暂时的现象，李普曼很快就叫了起来:“做梦吧你！”

有时候，李普曼在别人面前也表现的非常愉快，欢呼大叫，那些投资失误的交易员看了非常恼怒，蒙受损失的就更是对他咬牙切齿。

一天，市场差到了极点，李普曼叫来一位销售员，指着电脑上的数据表。

“看，我这儿升了 40 万呢！”

李普曼的脸上闪过一阵狂喜，他说，他用个人账户卖空了一个跟踪金融公司的交易所基金，如银行和经纪公司。德意志银行的同僚们的损失越大，他的账户的升值就越快。

“你是不错。”销售员摇着头对他说，言语里流露出挖苦的味道。

就连李普曼的老板米斯拉也一度告诉他，赚钱就赚钱，别表现得那么烦人。

虽然表面上很骄傲，但是看着电脑屏幕上的数据的时候，李普曼心中还是愈发不安：德意志银行问题越来越严重，其股价也日益下跌。李普曼团队只不过是这里的一小部分，他瞧着其他人获利遭受损失，心中很不是滋味。到 2008 年中旬，银行股票的贬值达到了 110 亿美元，这让李普曼的盈利也显得徒劳。他卖空金融股，虽然得到了银行的允许，但是却无法减小德意志银行帐面的损失。在他的个人账户达到 40 万美元的那天，他的德意志股票价值降低了 80 万。

李普曼对老板预测的未来走向几乎没错——追踪风险性最高的次贷 ABX 指数最终下跌到了 2 美分。他的团队将在 2008 年多赚好几亿美元。秋天，李普曼甚至开始建议别人去购买他认为有盈利的次贷债券，2009 年初，这些债券即开始升值。

纵是李普曼大获成功，德意志银行在 2008 年末还是问题重重，银行仅仅支付了他几百万美元奖金，又一次让他感到失望。无独有偶，他的德意志银行股票的价格在过去的一年中下跌了 70%，更是在他的伤口上撒了一把盐。

拉赫德的成功

2008 年 9 月，安德鲁·拉赫德从新的投资商那儿筹集了更大的基金，也开

始购买商业抵押贷款保护，同时还组建了另外一只基金卖空银行、经纪公司与那些看似将倒闭的公司。

“我们的银行体系完全就是一种灾难，”他在2007年末写道，“我觉得，如果银行都向市场标明自己的资产价格，几乎所有的大型银行都得破产。”

2008年底，拉赫德的三只基金拥有了对价值10亿美元的次贷保护，同时管理1亿美元的资金。他越来越担心金融体系疲软，于是他开始抛售一些份额。

2009年3月，拉赫德被过去一年折磨得筋疲力尽，邀请了两位年轻的姑娘到迈阿密，想放松一下。他在丽思-卡尔顿酒店为姑娘们订了一间顶楼套间，又在隔壁订了一间自己住，这样女人白天购物的时候，他可以尽情地休息。然而，拉赫德似乎仍旧无法放松。他手上还有价值好几亿美元的保护，并越来越感到自己需要结束交易兑现盈利，不然就会为时过晚。两周后，拉赫德带着一位姑娘来到圣托马斯（St. Thomas），看看如果移居到这个岛城，谁手上会有什么优惠。他们下榻的宾馆人山人海——总统巴拉克·奥巴马的访问团马上就要来了，拉赫德订不到两间房，于是就只能很郁闷地同旅伴共住一个套间。

几天以来，他没有给办公室打电话，想好好休息一下，却未能如愿。一天上午，躺在床上的拉赫德拿起自己的黑莓手机，看到了一则主题为“贝尔斯登股价超过700美元”的短信。他砰地坐了起来，拿起身旁的电话就给他的办公室打了过去。

“伙计，贝尔斯登的股价真的到了700美元了吗？”他问自己的首席财务官里奇·埃科特。

保护贝尔斯登债务的信用违约掉期（CDS）合同，交易价的确是高出最高评级银行间相互贷款利率的7%。拉赫德立即明白，市场上现在对他的经纪公司已经担心成了热锅上的蚂蚁。而经纪公司仍拖欠他几百万美元的投资收益。

拉赫德早就觉得，银行在其持有的毒性抵押的压力下终将崩溃。现在事情发生了，他就像赌场上最后一局赢下大笔筹码的赌徒，担心他可能无法将收益兑现。

“明天把基金关闭，”他告诉埃科特，声音中略显一丝恐惧。

拉赫德尽量地冷静下来，慎重地告诉助手如何卖出公司持有的全部份额。

他说要慢慢操作，不要让其他人发现蛛丝马迹。这样一来，交易员也无法意识到他拼死卖出份额，从而降低价格。

在贝尔斯登被迫卖给摩根大通的前几天，埃科特便设法撤出了公司持有的份额。9月，拉赫德关闭了他的信用基金。10月，他又关闭了整家公司，他担心经纪公司和银行都马上就要破产，于是再次避免同它们交易。拉赫德的这些基金跟卖空次贷的那家相比，盈利根本不值一提，投资商对此牢骚满腹，拉赫德也更是多了一条理由放弃。

2006年末，房市到了最后的疯狂，拉赫德才开始投资抵押贷款保护，他的住房抵押基金在15个月的时间里收益10倍，赚到7 500万美元，这也是金融历史上最为成功的案例之一。拉赫德自己从交易中获利1 000万美元，同时为自己的客户赚到1亿美元。

伯利的黯然退出

2008年，次贷抵押持续下跌，约翰·德瓦尼遭受巨额损失，不得不大整旗鼓。就在一年前新世纪负面新闻传出的时候，他还对那些为此而紧张兮兮的投资商嗤之以鼻。

“说起来挺可笑，我想要感谢市场给了我一次直接的打击，” 他2月接受《纽约时报》采访时说，然后表示他仍在买入更多的债券，以低价买入以期获取利润。“我认为金融市场基本上是没有什么问题的。我所购买的所有份额的下降趋势都不大。”

然而，到了2008年夏，德瓦尼急需资金。他先是以1 350万美元卖掉了他的雷诺瓦画作，他的直升机和湾流飞机，甚至在比斯坎湾的豪宅。之后又卖出了他44米长的游轮。可是钱还不够。6月下旬，就在38岁生日前，德意志银行回收贷款，要求德瓦尼在第二天偿还9 000万美元。德瓦尼还不起，银行就冻结了他的基金剩余的所有资产。

7月，德瓦尼关闭了基金，告诉他的投资商，他把他们的钱全赔进去了。

“我崩溃了，彻底崩溃了。”德瓦尼告诉《纽约时报》，说他个人损失也达

1.5 亿美元。同时，他在与经纪公司联合资本市场控股的交易中也损失了 5 000 万美元，而经纪公司仍在运营。

2008 年初，迈克尔·伯利就开始担心经济，也决意要让自己的传奇交易更加传奇。他的担忧很快就得到证实。

但伯利的投资商们却不断撤离，2008 年初，他们觉得伯利定然无法像过去的一年那样赚取巨额利润，撤资逾 1 亿美元。在此情形下，伯利只得卖掉一些有价值的投资。

2008 年，伯利蒙受亏损，尽管收益好过股市整体，但他还是直到秋天才回到市场。之后，很少有新客户投奔而来，而他的现有投资商也不断地抱怨。

《华尔街日报》封面故事讲述了约翰·保尔森从自己的次贷交易中获利后，伯利向报道的记者发了封邮件，讲述了自己悲惨的境遇："其实最先开始交易的是我。要真说白手起家，那也是我，一个从未接受过华尔街教育的医生，自学起步、亲自操作的天才。"

2008 年下旬，客户委托给伯利的资金仅有 4.5 亿美元，2005 年初他刚发现抵押保护时，掌管的可是 6.5 亿美元。年底，白山保险集团（White Mountains Insurance Group）主管，也是伯利最初的投资商之一鲍勃·鲁萨尔迪（Rob Lusardi）说："对我们白山而言，你是个零。"（鲁萨尔迪表示，他没有称伯利是个"零"；而是他在伯利基金的投资利润为零。）

"我现在所管理的资金都不如去年的利润，甚至比 2003 年管理的还要少，"伯利对他的妻子说道。"没人会在乎这个。"伯利想，我不干这个干嘛啊。

2008 年末，伯利终于受不了了。他 37 岁，银行里有几百万美元的存款，身心疲惫。一天上午，他来到办公室告诉自己的员工们，他要关掉自己的公司。同员工召开会议之前，伯利听到很重的敲门声，是他的妻子黎德英。

"别这样做，不要，"她恳求着自己的丈夫，她觉得丈夫以后肯定会为此懊恼。

"我下定决心了，"伯利沉郁地说。

接着，伯利告诉他的投资商，他将在 2009 年初关掉自己的公司，并花更多的时间陪伴家人。他说，也许他会回到医药行业，或去攻读天文学的博士学位。

听到这个决定之后，几乎没有投资商反对。

伯利觉得，次贷交易为他带来了财富，但这同样让他有理由去思考过去。如果投资商能支持他组建基金专门投资房市的想法，抑或他们在房市初现变故之前，不强迫他抛售那么多的抵押保护，他就已经加入到了约翰·保尔森的行列，成为华尔街的传奇。

“交易是成功的；但却没有达到我的期望目标。我没有意识到我的全部潜力。”伯利说。

他结结巴巴地说出这些话，眼中噙着泪水，他说他担心那些失去工作的朋友们，不知还有多少人会因经济低迷而备受折磨。

“我以为这会是我的‘索罗斯交易’呢。”

落寞的结局

2008年，保尔森大部分时间都试图保持低调。他告诉一位记者说，当房市问题把人们推入苦海，他根本就没有心情去庆祝什么。下雨的时候，很难打到车，他就挤进通道坐公交回家。人们不知道，他们中间正站着一位亿万富翁，而保尔森喜欢这样。

保尔森通常不捐赠慈善基金，却向非盈利组织负责任贷款中心（Center for Responsible Lending）提供了1 500万美元，以为丧失抵押品赎回权的家庭提供法律援助。保尔森对一些同事说，他计划将多做一些此类的事情，但没有讲很详细。以自己的名字去命名楼房或机构，这不是保尔森的风格。同时，保尔森的朋友与同事们都说，保尔森从来没有提到，要援助什么大型慈善项目。

他表示，充分利用自己的时间，最好的办法是赚更多的钱，这样他就能够积累更多的财富，在将来的某一天服务社会。投资商巴菲特直到晚年，才做出如此举动。

“明智地捐助很耗时，”保尔森说，“我现在最大的优势是管理资金；捐赠的时候总会来的。”

对美国其他人的苦痛，保尔森略知一二。2008年初，保尔森在纽约南安普

敦做交易，花费了 4 130 万美元买下了占地约 4 万平方米的“老树”（Old Trees）湖滨地产，这是一座 1911 年建成的乔治亚风格的豪宅，有两间客房、几间佣人房与阿加万湖上的广阔空间。

但是，当保尔森想卖掉附近的占地 630 平方英尺的“村庄”时，他等了一年多。他把价格从 1 950 万美元猛地下降到 1 390 万美元，仍没有买家出现。最终在 2009 年夏，以 1 000 万美元的价格出售，这比 2006 年以 1 275 万美元的价格购买时要低得多。然而很少人会对保尔森感到同情。

2008 年 11 月，保尔森公司的 100 多位投资商集聚中央公园对面的曼哈顿的都市俱乐部，举行着基金的年度晚宴。一年前，佩莱格里尼精选了上等好酒。今年，保尔森聘请了一位斟酒服务员为大家介绍法国红酒，500 瓶葡萄酒的品牌包括奥比昂酒庄、玛高庄园以及木桐庄。

此时正值经济萧条不断加深，世界在经历 1930 年以来最为严重的金融危机，而晚宴却仍然奢华：大份的蟹肉与鳄梨、科罗拉多羊排配香草汁以及芝士蛋糕，还有烛光作伴。但保尔森似乎决意要庆祝自己的成功，表示他庆祝公司一年的业绩，没有必要遮遮掩掩。

提到保尔森选择的晚宴议程的发言人，大家似乎一时没有反应过来：前美联储主席阿兰·格林斯潘，保尔森团队的最新顾问。外界正在责备格林斯潘下压银行利率，造成房屋市场泡沫滋生，保尔森则对他的行为做出辩解，称这些评论员都是事后诸葛亮，并告诉自己的同事们，他能邀请到格林斯潘来公司参谋，他十分骄傲。

在晚宴上，保尔森稍稍谈论了今后发展的机会，甚至说到购买问题抵押贷款，虽然现在说买入为时过早。保尔森却没有透露，他正在初步计划进行一项新的交易，这项交易将和他的次贷抵押交易一样不寻常并备受争议，但只有在 2009 年初才能开始执行。

保尔森同样也没有谈到一个月前的事情：他收到一份来自美国众议院监管委员会的令人惊奇的传票。收到传票的那天，保尔森似乎是有点紧张地走进了迈克尔·瓦尔多夫的办公室，问这位律师有什么建议。目前社会上正在强烈抵制金融世界里的高薪主管，以及那些在市场上专门做高风险生意的公司；委员

会需要保尔森公司提供一些关于对冲基金如何运营的敏感信息。

“我又没做什么错事儿，干嘛问我啊？”他有些生气地问瓦尔多夫。保尔森特别担心他的薪金情况会对外公开。

11月13日，委员会听证会上，保尔森坐在一排对冲基金精英投资商中间：乔治·索罗斯、吉姆·西蒙、肯尼斯·格里芬与菲利普·法尔科恩。多年来，保尔森都渴望人们能把他当做顶尖的投资商。现在，他却要面对成为精英的后果。

听证会开始后，索罗斯详细地谈论了全球市场，而格里芬则表现得有些生气，一位国会议员质问他的措施，遭到他的反驳。当轮到保尔森的时候，他一直低声低气，提问者不止一次地让他声音大些。他调整了扩音器，移近了些，却没有什么效果。一位国会议员问，扩音器是不是坏了。另一位国会议员出于失误将他的话筒音量调低了，他却一言不发。

但提问阶段开始后，国会议员却一股脑地把问题都踢给了保尔森，而他也谈起了改善银行业危机的种种想法。

“我在想，让这个保尔森在这里拿出不良资产救助计划资金，可能是弄错了，”麻省民主党人约翰·提尔尼（John Tierney）说道，他是在挖苦当时的美国财长亨利·保尔森。

谈到保尔森2007年与2008年的巨额利润，西蒙说道，“我没有那种智慧。”

离开听证会后，保尔森看起来松了一口气。

“听证会进行得还不错，”在华盛顿联合车站，他告诉瓦尔多夫，“我感觉很好。”

然后保尔森与他道别，搭上黄昏的“美铁”列车，向家驶去。



The Greatest Trade Ever

尾声

世界上的麻醉物，最危险的当属低息贷款和超额信用。

——本杰明·安德森，经济学家，1929 年

格雷格·李普曼的成功，得到了华尔街的广泛认可。德意志的销售员开始向潜在的客户介绍这位明星交易员，想让大家都知道公司原来还有此等人才。而李普曼也没有让他们失望。

“要不是我，德意志银行就跟瑞银集团一样咯。”2009 年初，他这样告诉一位潜在客户，一位销售员在旁边瞧着，脸上挂着自豪的微笑。“2007 年我为公司赚了 10 亿美元，2008 年又赚了 10 亿美元。”

但华尔街对更大范围的经济体产生的影响也日渐明晰。突然间，像李普曼这样在崩溃的当头制造出金融衍生品的投资商造成的负面反应随处可见。他们帮助引入了“合成”抵押贷款（作用与次级抵押贷款一样），让更多的银行与投资商都拥有了这种毒性金融产品。

李普曼的客户们卖空这些投资，共赚得 250 亿美元。菲尔·法尔科恩听了这种投资产品的不到一小时的讲解，就投身李普曼的交易，为公司赚得几十亿美元。

但每当李普曼说服一家对冲基金卖空这些危险抵押债券，交易的另一方就有一位投资商或一家银行，而他们通常都以亏损告终。德意志银行把次贷抵押产品卖给各投资商，而不理会李普曼和他的团队的做空，让一些人恼怒不堪。

正因如此，尽量所有买家都是高智商的投资商，他们都应该更加了解这一投资，也从来没人强迫他们打开钱包，2008年末纽约司法部办公室还是展开了一次调查。

投资商开始把语气尖刻的信件发给记者，指责李普曼在德意志银行制造高风险的抵押债务之时，在另一头卖空。一家网站上贴出了李普曼的照片，称其为经济崩溃背后制造“金融工程”的“一号混蛋”。2009年初，金融问题愈演愈烈，李普曼开始低调为人，拒绝接受记者采访。他担心媒体会把他推出来做替罪羔羊。他没有公开为自己辩护，他只是向朋友们吐苦水，他所能做的只不过是创建一种产品，告诉对冲基金如何使用它来从即将来临的危机中赚取利润。

“我没有制造这些抵押贷款，我只不过说了一句‘皇帝没穿衣服’。”他告诉一位朋友。

其他的投资商获得的更多的是赞叹。西岸，杰弗里·格林的成功故事一路传开，大家都知道了他从交易中狂赚了5亿美元。他能得到如此追捧，有格林聘用了一位公关散布消息的因素，而最终格林成为了夜间频道（Nightline）和CNBC特别报道的闪光人物。

老朋友和熟人纷纷打来电话，向格林取投资经。他们头一次全神贯注地听取格林的教导。泰森他们留意了格林的警告，抛出了手中的各种房产。2009年初，格林的一个朋友——电影导演奥利弗·斯通正在考虑购买一套高消费的房产，请格林帮忙审查。不出几分钟，格林就给出了自己的建议。

“可别买，奥利弗，”格林告诉斯通，“我们仍处于楼市萧条的初级阶段”。

格林正说着，看见斯通拿出了自己的钢笔，记下了他的说话内容。这就好像格林刹那间变身成了好莱坞的赫顿（E.F. Hutton），每句话都值得聆听。

“现在我随便说点什么，别人都竖起耳朵听。”格林说，感觉有些惊讶，“太可怕了。”

然而，他却没有足够的时间来审查房地产。格林夫妇现在大多数时间都待在自己的游艇上，不然就住在迈阿密的新家，等着第一个孩子的出生。他们有时候也会乘坐新购买的G5飞机去加利福利亚，密切关注那儿的房产。

2008年末，拉赫德全身心为自己的英雄老朋友蒂莫西·利里（Timothy Leary）立传著书，利里是20世纪60年代反传统文化的传奇人物，也是迷幻药物研究的倡导者。他开始接受利里的提议着手隐退，说保尔森现在还在集中精力做投资真的是让人“莫名其妙”。拉赫德找到了一个偏僻的小岛，租了一套海滨小屋。大多数的时候都是深居浅出，寻找着一个合适的女性伴侣来加入他的旅程。

关闭公司后，拉赫德把最后一批支票寄给投资商，还有最后一件事情要做：原谅那些曾经让他生气的人们。拉赫德给他的一些客户发送了一封公开信，内容便在投资界传开。这封信就好像是华尔街场景下的“甜心先生”的任务陈述报告，很多交易员都希望自己也能用这种形式告别华尔街：

> 今天我给大家写信，不是为了幸灾乐祸。大家都在经历着痛苦，这样做未免不合适。我写这封信，也不是为了做什么市场预测，我以前的信件中所做的那些预测，大家现在也都读到了，不然也马上就会读到。我写这封信，是为了跟大家说再见。
>
> 我进入投资界，是为了赚钱。在业界，有些交易员唾手可得，这些白痴的父母花钱供他们读大学预备学校，然后进耶鲁，然后读哈佛MBA。这些人（通常）配不上他们接受的教育（或应该接受的教育），但却顺利进入了AIG、贝尔斯登和雷曼兄弟或者政府各管理层。龙生龙，凤生凤，倒是成全了我，造就了那些愿意跟我做交易的人们。上帝保佑美国。
>
> 对于我的成功，我要真诚地去感谢很多人。不过，我可不想让自己看起来像个好莱坞影星，在这儿接受授奖。我赚的钱，已经是足够的回报了。
>
> 今后，我将不再为投资者或机构管理资金了。管理我自己的基金就够了。有些人觉得他们知道我究竟有多少资产，觉得我才这么点儿钱就退出必然很惊讶。其实无所谓，我已经很知足了，让别人

去挣上他的9位数、10位数，11位数吧。不过，他们的生活并不美好。他们不停地与客户见面，接下来三个月的日程安排都非常紧张，希望一个月有两个星期的假期，却只能天天守着自己的手机。这有什么意义呢？50年之后，谁还记得他们？史蒂夫·巴勒莫、斯蒂文·科恩与拉里·埃里森都终将被遗忘。我可不明白什么流芳百世。几乎这个世界上的每个人都会被遗忘。别光想着名垂千古。丢掉你的黑莓手机吧，去享受生活。

就是这样。各位，我退出了。现在，我真的对任何市场都没什么看法，我也不会在这儿预测，市场还要恶化一段时间，可能还会糟糕几年。作为旁观者，我很满足。毕竟，正是因为我们旁观、等候，才从这次次贷崩溃中赚到了钱。

关于美国，我想在此提出一个小小的建议。首先，我将指出一些显而易见的缺陷，这也是为什么在过去的8年里，立法机关一次又一次地向国会提出建议，如果加以控制，将会对现在倒闭的机构加以限制。立法机关是为保护人民利益而设，但是这些机构却把金钱塞进竞选人的保险箱，阻止这些立法的继续。托马斯·杰弗逊与亚当·斯密已经过世，国家现在缺乏一些真正德高望重的哲学家，至少是专注于改善政府的哲学家。资本主义制度已有200年的历史，但是时代在变化，制度也会变得腐朽。拥有惊人财富的索罗斯说过，他希望世人都把他视为哲学家。我的建议是：让这位伟人开启并赞助一个论坛，让伟大的思想家们走到一起，去创建一个能真正代表普通公民利益的新的政府体制，与此同时，提供一定的奖励，吸引最优秀、最聪明的人到政府任职，而不是任由政府腐败，更大程度地让贵族捞取私利，穷奢极欲。我相信我们会找到解决办法，但现在政府体制却明显已经出现裂痕。

最后，趁着现在我还有听众，我想说一下替代食品与能源的问题——大麻——大家天花乱坠地说，国家希望在能源方面更加能自给自足，为什么种植大麻在这个国家是违法的呢？啊，雌性。罪恶的雌

性植物——大麻。她让你性情激昂，让你欢笑，她让你活力充沛……我唯一的结论是，她被判为违法，是因为拥有国会的美国公司更愿意把帕罗西汀、左洛复、阿普唑仑以及一些上瘾的药物卖给我们，而不允许我们在自己的家里种植这种植物，除非你把一些利润也分出一些塞进他们的保险箱。政策真是搞笑。我说完了，再见，也祝大家好运。

祝好！

安德鲁·拉赫德

2008年10月27日

与拉赫德一样，保罗·佩莱格里尼发觉，自己的成功让他在金融界有了发言权。随着市场在2008年末出现衰退，佩莱格里尼想出了一些办法来稳定房市。他联络了一位身处高位的国会议员，希望他能接受他的建议。他们的见面会安排了好几次，但佩莱格里尼最终还是得到了预约。在赴约的途中，正好赶上了暴风雪，他迟到了10多分钟，但他到达办公室的时候，看起来非常自信。

然而，议员却没还以热情。

“你迟到了。”佩莱格里尼到达办公室的时候，国会议员说，“您不知道我要与妻子共享晚餐吗？”

佩莱格里尼眼睁睁地看着议员从他身旁走出了办公室。

之后，佩莱格里尼详细写下了一篇评论，主张拍卖受困的房屋抵押，为购房者提供援助。佩莱格里尼聘请了著名的鲁宾斯坦公关公司（Rubenstein & Co.）把他的评论发布到平面媒体，包括《华尔街日报》，却被一次次回绝。唯一愿意刊登的是《纽约时报》运营的一家博客。结果，在华尔街，在华盛顿，这篇文章基本上没有得到关注。

佩莱格里尼与保尔森公司的关系没有好转。安德鲁·霍恩与研究小组的其他人都在帮助保尔森开发一个大胆的新投资策略。虽然帮助老板做成了史上最伟大的交易，他却再一次被人忽略，看不到自己在公司的前途。2008年12月31日，佩莱格里尼辞职，开办了自己的公司，专注投资货币与经济大趋势，初

期使用了自己的 1 亿美元。保尔森对他表达了自己的祝愿。

投资者与竞争者对约翰·保尔森嗤之以鼻。但由于这笔大交易，他发现自己有了新的力量，发现迎面涌来阿谀奉承甚至嫉妒。两年赚取了 60 亿美元的利润，保尔森创下了金融市场个人收益的最高纪录，而且他为公司与他的客户也赚了 200 亿美元的利润。

2009 年夏，新闻报道说保尔森公司购买了世邦理查得埃利斯（CB Richard Ellis）价值 1 亿美元的股票，这家房地产经纪公司的股价立即飙升 15%，保尔森轻易赚得 1 500 万美元，就好像他拥有米达斯点物成金的能力。8 月，新闻又报道说，保尔森正在购买美国银行的股票，结果也让其股价狂飙，各界议论纷纷。《纽约杂志》的网络博客甚至建立起了一个叫做“如果我们与约翰·保尔森是朋友”的专栏话题。专栏特别描写了捏造的保尔森与一位记者的对话片段，记者问，“你有没有想过要领养一个孩子呢？成年的孩子？”

保尔森没有庆贺，他了解到，交易意味着要进行更多的工作。2009 年初，他管理的客户资金达到了 360 亿美元。他和公司很快就因买入了英国大型银行股票而获得了 4 亿美元的收益，其中包括在 25 分钟的时间内获得的 7 000 万美元。他看起来比以往几年更疲惫，但与此同时，他却因事业打开了新的一章而活力充沛。他把自己的公司迁移到了最好的办公地点，横跨无线电城音乐大厅，并为整个公司的粉刷选择了令人放松的米色与白色。

但大部分方面，保尔森并没有改变——就好像从来没有过这笔交易。有一次，他在南安普敦一家超市购物碰见朋友，见到他推着购物车，装满各种东西，朋友吃惊不小。他一如既往地很早就到曼哈顿的办公室，穿着黑西服，扎着领带，下午 6 点离开办公室，搭车回家。雨天找不到出租车的时候，他仍搭乘纽约城市巴士。

“我只是在上班与回家的时候才需要交通工具，”保尔森说道，也解释了他为什么没有轿车没有司机，“中间我不用车，白天我很少离开办公室，买车对我来说，根本是浪费。”

可是其他人呢，在经历了房屋市场崩溃，经历了二战以来最严重的市场低迷后，再没有了选择交通方式的奢侈。在经过多次拖延之后，奥兰治县的房屋

所有人蒙特斯夫妇面临着房贷利率的猛涨，再也负担得起，最终还是收到了借款人发来的贷款调整，降低了他们的支付金额。夫妇两人取消了度假计划和娱乐，两个女儿也从天主教学校退学，但他们仍不堪重负。2009 年中期，他们希望新任总统奥巴马能实行再一次的贷款调整，但却没有多大的进展。

“我们现在根本就称不上生活了，”马里奥说，现在他们理发都要靠妻子的双手。“我们现在的问题已经不是违约，是根本还不起。”

约翰·保尔森从历史上最大的金融泡沫中获取了巨额的利润。但另一个泡沫也不可避免。投资老手杰里米·格兰瑟姆 1920 年就对各种市场中存在的 28 种经济泡沫加以区分；过去的 10 年里，亚洲货币、英特网股票、房地产与商品价格都出现了历史性的泡沫，就好像市场变得低效了，而不是高效了。造成这种变化的部分原因，可能是投资商之间竞争日益激烈，他们在全球市场转移资金日益快捷方便。

在过去的泡沫中，一个主要的因素是超低利率，它有可能引发另一个泡沫。借贷欲望可能一时间得到了满足，但过不了多久银行家们就会说服自己来找到另外一个简单的方式来获得稳赚的利润。也许公共事业的借款的大幅增长将为下次金融危机埋下种子，因为它们的增长气焰无法被压下去，减少其开支则是更加困难。银行信用卡与政府赤字所带来的增长，比起创新与生产力提升所带来的发展，似乎更加不稳定。

索罗斯等人鼓励国家政策制定者介入，抑制正在萌芽中的资产扩张。但现在看来，似乎银行家、学者或官员们都无法很好地预测未来的泡沫——更不要说识别并及时地限制其扩张。

当今的大多数交易太多要涉及市场中复杂且透明度小的金融产品，职业投资商们于是面临着更大的挑战，个人投资商更毋庸赘言，他们可能会发现很难跟踪那些难以理解但至关重要的金融工具，如廉价债务、信用违约掉期和逐渐被顶级交易员关注的其他金融衍生品。

约翰·保尔森与其他投资商虽然从房市崩溃中获利，但是他们都是抵押贷款与房地产游戏的圈外人；同样，业余玩家可能会有最好的机会来识别未来的泡沫，并从中获利。金融专家们也看同一种商业频道报道，阅读同样的文章，

形成了他们的观点，这样也为那些愿意挑战传统智慧的门外汉，打开了一扇窗户。

房屋市场的泡沫出现的时候，金融产品出世，让约翰·保尔森与其他人这样的看跌人士能够下大笔卖空房屋市场，可能绝非偶然。因此这个事件表明，敢于提出问题，敢于投资市场，应该受到鼓励，而非责难。

2009 年初，约翰·保尔森渴望再次开始投资。他从来就不满足于只当一位卖空家。他有赚钱的热情，也无需拘泥于任何教条。保尔森研究着他花了 3 年多的时间卖空的金融公司的资产负债表时，做出结论：这些公司的股价下跌有些过火。保尔森要交易员开始购买陷入困境的公司负债、房屋抵押与商业抵押为基础的债券、银行股票以及其他类型的投资。

这种投资的积累过程非常缓慢，也很难被察觉，但到了 8 月，他确信经济已经开始重振旗鼓，做这种投资已经聚揽了 200 亿美元。随着金融市场开始复苏，保尔森的这种投资行为已经在 2009 年的上半年赚得了 30 亿美元。

一天，保尔森坐在附近安德鲁·霍恩的办公室，讨论着美国与其他国家花费了多少资金来拯救金融崩溃所削弱的其他经济领域。这时，他发现了下一个投资目标，和次贷抵押一样注定要走向崩溃的：美元。

保尔森做了一个简单的计算：在过去的几个月中，美元的供应量已经上升了 120%。这终将会导致美元的贬值，引发通货膨胀。

“政府这样开支，我们肯定会有很严重的通货膨胀。”他告诉霍恩，他说除了人民币，几乎所有主要的货币都会有危险。“唯一能保值的资产是什么呢？黄金。”

保尔森从未涉足过黄金，他的团队里也没有货币专家。一些投资商对他的主张半信半疑，指出目前的失业率高、工资拖欠严重，企业运营能力无法发挥，通货膨胀在这种情况下通常不会发生。其他人则表示，太多的投资商已蜂拥黄金投资。保尔森的一些投资商于是从基金中撤资，他的资产总额减少到 280 亿美元上下。

保尔森承认，自己的主张有些直截，但他不管批评人士如何看待，花了 10 亿美元购买了金矿企业的股票，这相当于他最大的基金市值的 12%。他同样购

买了数10亿美元的黄金投资，以支持基金中以黄金为投资目标的新品种，并亲自挑选了一些股票。

做空美元，将会是他的新交易。

“我非常自信，”保尔森2009年夏说，“三四年后，人们会后悔，为什么不早些购买黄金。假以时日，美元就会贬值，通货膨胀会愈发严重——那是我们的未来。”

显而易见，他踌躇满志，要进行另外一笔大交易。

“这就像是温网，”他说，“赢了一年，你不会放弃；会还想再赢一次。”





附录

高盛欺诈门与保尔森对冲基金公司

2010年4月16日，美国证券交易委员会向纽约曼哈顿联邦法院提起民事诉讼，指控高盛公司在涉及次级抵押贷款业务金融产品问题上涉嫌欺诈投资者，造成投资者损失超过10亿美元。

根据美国证交会当天提起的诉讼，高盛被指控销售了一种基于次贷业务的抵押债务债权，但高盛未向投资者披露大型对冲基金保尔森对冲基金公司（Paulson & Co.）对该产品做空的“关键性信息”。

美国证交会称，保尔森对冲基金公司2007年为这项交易向高盛公司支付了约1 500万美元的设计和营销费用，但投资者因此蒙受的损失超过10亿美元。遭到起诉的还有高盛副总裁法布里斯·图尔，美国证交会指控他对这起欺诈案负主要责任。

美国证交会执法部门主管罗伯特·库扎米当天在一份声明中说，高盛的错误就是一方面允许客户做空该金融产品，另一方面却向其他投资者承诺该产品是由独立客观的第三方推出的。他还表示，高盛的这种金融产品是“新的和复杂的”，但其中的欺诈和利益冲突却是“简单和老旧的”。

高盛是美国乃至世界最大的投资银行，这起针对该公司的法律诉讼被认为是美国政府打击金融危机期间金融衍生品欺诈的一次关键行动。金融危机期间，

一些对冲基金、投行等暗地勾结、蒙蔽投资者并做空金融市场，从而加剧了金融市场的动荡，使投资者蒙受巨额损失。

受美国证交会起诉的冲击，高盛股票价格16日出现大跌，截至美国东部时间中午12时，跌幅超过10%。而且高盛之后所面临的司法调查和诉讼都将是一个漫长而痛苦的过程。

作为美国华尔街投资银行的旗舰，高盛显然是美国的一面旗帜，因此这次遭受美国证券交易委员会的指控，必然会引起轩然大波。

1999年高盛挂牌上市，其招股说明书开头写道："我们永远把客户的利益放在第一位。经验表明，如果我们为客户提供优质的服务，成功自然水到渠成。员工、资金、声誉是我们的资产，如若流失，唯声誉一项最难挽回。"这份招股说明书现在显然成了最大的讽刺。

这家拥有141年历史，而且在历次金融危机中都能屹立不倒的超级金融帝国，这次将面临严峻的"道德破产"危机。当时正值冰岛火山大规模爆发，造成整个欧洲航空业瘫痪，世界著名财经杂志《经济学人》(*The Economist*)刊文称高盛事件为"笼罩在华尔街上空的火山阴霾"，而且将会产生"更加严重的后果"。

而这次高盛欺诈门事件，也使得之前名不见经传，现在世界最大的对冲基金公司之一——保尔森对冲基金公司浮出了水面。

回溯历史，大家也会发现，在雷曼倒闭，金融动荡的2008年秋天，除了占据全世界媒体头条的时任美国财政部长的亨利·保尔森之外，还有在幕后也是叱诧风云的另一个"保尔森"——约翰·保尔森，保尔森对冲基金公司的老板。

从2008年的金融危机到现在的高盛欺诈门事件，两个保尔森很有渊源，但却命运迥异。亨利·保尔森在成为财政部长之前恰恰就是高盛的董事长，而且在金融危机中也是应对金融危机的政府主导官员，但是在这个"二战后最严重的金融危机"中，他也很难表现出色了。而另一个保尔森——约翰·保尔森不但在金融危机中赚得盆满钵满，而且这次恐怕还要把亨利曾任职的高盛也拉下水。

本书写于金融危机发生之后，高盛欺诈门之前，约翰·保尔森正意气风发

的时候，由《华尔街日报》记者对其访谈而成的一本书。而恰恰在2010年2月，亨利·保尔森出版了《峭壁边缘：拯救世界金融之路》（*On the Brink*）的回忆录。现在对比看看这两本书，我们也许能够对2008年那场影响深远的金融危机有更为深刻的认识。这本关于约翰·保尔森的书，详细叙述了他在这次金融危机前后和高盛以及其他公司的交易情况，也很得意地展示了他的成就，现在这也恰恰能使我们从另一个角度——他认为“成功者”的角度——来看看高盛欺诈门事件。



著作权合同登记号
图字：01－2009－1202

THE GREATEST TRADE EVER

The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History

- 一场史上最令人叹为观止的“伟大交易”，让约翰·保尔森在金融危机中赚了个盆满钵满；他的利润之巨，似乎不近现实，近乎梦幻。
- 他的公司年盈利150亿美元，超过人口逾1200万的南美国家巴拉圭、玻利维亚、洪都拉斯三国的GDP之和；
- 他的个人年收入将近40亿美元，日收入逾1000万美元，超过了大作家J.K.罗琳、脱口秀女王奥普拉·温弗瑞、高尔夫球王泰格·伍兹三人的总收入；
- 他的身价高居大导演史蒂芬·斯皮尔伯格、Facebook的创始人马克·扎克伯格和银行家大卫·洛克菲勒之上。

他是怎样预测到连金融专家都未曾发觉的房市危机的？
做成这笔大交易的为什么是名不见经传的他，
而非沃伦·巴菲特或者乔治·索罗斯？

上架指导：金融／畅销书





ISBN 978－7－300－12180－2
定价：49.80元